全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



WILEY

估值是一切投资决策的灵魂

Valuation is at the Heart of Any Investment Decision

提供非上市公司估值方法及退出规划

并购估值

如何为非上市公司培育价值

[美] 克里斯 M. 梅林（Chris M. Mellen） 弗兰克 C. 埃文斯（Frank C. Evans） 著 李必龙 李羿 郭海 等译

Valuation for M&A（原书第2版）

在过去数十年间，我们向数以千计的公司提供了估值咨询服务，并借此积累经验，开发出了能够精确衡量和成功提升公司价值的工具



机械工业出版社
China Machine Press

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

并购估值：如何为非上市公司培育价值（原书第2版）

Valuation for M&A：Building Value in Private Companies，2nd Edition

（美）梅林（Mellen,C. M.） （美）埃文斯（Evans,F. C.） 著

李必龙 李羿 郭海 等译

ISBN：978-7-111-48103-4

本书纸版由机械工业出版社于2014年出版，电子版由华章分社（北京华章图文信息有限公司）全球范围内制作与发行。

版权所有，侵权必究

客服热线：+ 86-10-68995265

客服信箱：service@bbbvip.com

官方网址：www.bbbvip.com

新浪微博 @言商书局

腾讯微博 @bbb-vip

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

目录

译者序

前言

致谢

第1章 并购制胜

股东忽略的关键价值

独立的市场公允价值

对战略买家的投资价值

并购的双赢效益

第2章 培育价值和计量投资回报率：非上市公司

上市公司的价值创造模型

价值创造和投资回报率的计算——非上市公司

价值

价值创造战略之分析

第3章 竞争分析

把战略规划与价值培育联系起来

评估公司的具体风险

非上市实体经常面对的竞争要素

财务分析

结论

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第4章 并购市场和规划流程
买家和卖家的常见动机
并购为何失败
公司出售的策略和流程
并购策略和流程
尽职调查准备
第5章 衡量协同效益
协同效益的衡量流程
评估协同效益之关键变量
协同效益及其先行规划
第6章 退出规划
为何退出规划如此困难
非上市公司投资的退出规划为何与众不同
为何要现在就开始做非上市公司的退出规划
退出规划流程
步骤1：设立退出目标
步骤2：企业所有者的准备就绪度
步骤3：退出所有者的类型
步骤4：可选退出方案
步骤5：价值范围
步骤6：退出规划的实施

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第7章 估值方法及其基本变量

企业估值方法

使用已投资本模型定义被估投资

为何净现金流可准确衡量价值

利润指标之困

财务报表的调整

并购投资风险的管理

结论

第8章 收益法：利用回报率和回报确定价值

为何是收益法担当并购估值的大任

收益法中的两种评估方法

三步骤现金流贴现模型

确定经得起推敲的长期增长率及终值

第9章 资本成本：准确估值的基本变量

负债资金的成本

优先股成本

普通股成本

资本资产定价模型的基本变量和局限性

增补型资本资产定价模型

扩展模型

伊博森回报率数据简介

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

私募资金的成本

国际资本成本

如何推导目标公司的股权成本

第10章 加权平均的资本成本

加权平均资本成本的逼近法

简洁的WACC公式

资本成本计算中的常见错误

第11章 市场法：运用类比公司和战略交易

并购交易数据法

交易结构

类比上市公司法

估值倍数的挑选

常用的市场倍数

第12章 资产估值法

账面价值与市场价值

价值的前提

应用资产法评估缺乏控股权的权益

账面价值调整法

对于非经营资产或资产盈亏的处理

计算账面调整价值的具体步骤

第13章 通过溢价和折价调整价值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

溢价和折价的可应用性

溢价和折价的应用和推导

灵活把握调整的度

收益驱动模式下的控制权与非控制权的对比

市场公允价值与投资价值

第14章 调适初始价值并确定最终价值

纵览全局的基本要求

收益法验证

市场法验证

资产法验证

价值的调适及其结论

价值验证

客观评价估值能力

第15章 交易的艺术

形态各异的谈判难题

交易结构：股票和资产

付款方式：现金和股票

弥合分歧

从其他角度看待并购交易

第16章 企业并购和财务报告

美国的《通用会计准则》和《国际财务报告准则》

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

FASB和IFRS的相关公告
审计公司的审核
会计准则汇编820：公允价值计量（财务会计准则公告157）
会计准则汇编805：企业合并（财务会计准则公告141（R））
会计准则汇编350：商誉和其他无形资产（财务会计准则公告142）
把会计准则汇编805（财务会计准则公告141（R））融入尽职调查过程
第17章 无形资产估值
无形资产估值方法
无形资产估值的关键成分
无形资产估值的具体方法
结论
第18章 衡量和管理高科技创业企业的价值
为何高科技创业企业的评估至关重要
高科技创业企业的关键不同之处
价值管理始于竞争分析
发展阶段
风险和贴现率
创业企业与传统估值方式
QED调研报告：风险投资使用的估值方法
估值创业企业的概率权重情境法

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

权益分配法

结论

第19章 跨境并购

战略买方的考量

尽职调查

卖方的考量

第20章 并购估值：案例分析

历史和竞争条件

潜在买家

宏观经济条件

行业的具体环境

增长

计算独立的市场公允价值

计算投资价值

在做案例结论时，建议考虑的问题

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

译者序

本书在美国估值行业有着相当的影响力，两位作者曾因本书获得行业当年的年度人物提名。在众多并购估值的书籍中，本书有两大特点。

1. 把并购估值与创造价值有机地结合在一起。企业并购的最终目的是创造价值，但以前的并购书籍极少体现出这种逻辑关联。本书不仅实现了这种关联，还初步阐述了企业应如何创造价值。这是本书最大的亮点！

2. 介绍了非上市公司并购估值的系统方法。此前的相关书籍大多是围绕上市公司阐述并购估值的系统方法，涉猎非上市公司的甚少。由于缺乏公开和系统的数据信息，非上市公司的价值分析是一个难度很大的挑战！本书为我们提供了相关的系统方法，告诉我们如何应对这种挑战！

此外，本书初步介绍了企业无形资产的构成及其估值方法，强调了现代企业的价值观：盈利企业的无形资产的价值远高于有形资产！此外，还较好地介绍了如何把非上市公司的初始估值调适为准确价值的系统方法。在本书的最后一章，作者用了一个综合案例把估值非上市公司的整个步骤做了一个系统的解读。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

本书的第1~7章及第18~20章由李必龙翻译，第8~10章由李羿翻译，第11~12章由范英翻译，第13~15章由郭海翻译，第16~17章由王琳翻译。全书译文由李必龙统一协调修改。

译者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

前言

“价值”是一个有关某种东西真实价值的表述，它的计量使用两种尺度：回报和回报率。要想创造和提升价值，企业必须追求这样一种战略：增加回报、降低风险或把这两者相结合。概念浅显明了，应用则要困难得多。

公司价值的神秘面纱常常会使得高管们做出错误的投资和经营决策，而这些糟糕的决策本来都是可以避免的。精确的估值是可能的，并购交易可以使买卖双方都获益。在随后的章节里，我们会逐步阐述成功实现上述目的的关键要素。

在过去的数十年间，我们为数以千计的公司提供估值咨询服务，借此积累经验，开发出了能够精确衡量和成功提升公司价值的工具。通过恰当地运用这些工具，股东和经理们能够确定他们公司的价值、驱动价值的因素以及如何在并购和日常经营中提升价值。

在并购交易中，卖家、买家甚至连他们的顾问，都会因企业价值而纠结。而且，每当看到对方提出的不现实的报价和预期时，它们都会感到很郁闷。通常，在这类交易中，下述飘忽不定的东西俯拾皆是。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

• 利润（通常计算为息税前利润或息税折旧摊销前利润）代表公司对股东的真实回报吗？

• 业绩预测现实吗？

• 在考虑到投资风险的情况下，合适的回报率或市盈率倍数是多少？

• 并购交易应该作为一项资产交易还是股票交易？

• 为了得到最好的价格，卖方做了充分的准备并对公司进行了必要的包装吗？

• 对于卖方而言，至关重要的人员问题是什么？

• 买家找到了最佳目标公司并精确地量化了潜在的协同效益吗？

• 就对方的报价而言，这项并购交易有意义吗？

更大的谜团笼罩于非上市公司，既包括没有公开市场交易的那些企业，也包括那些交易清淡的上市公司和大公司的事业部。在这类公司中，多数所有者和经理人经营企业多年，却不知道如下基本问题的答案。

• 公司的真实价值是多少？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

• 如果一个战略买家收购它的话，会多支付多少钱？

• 对公司股票价值产生较大影响的因素是哪些？

• 什么是所有者真正的投资回报和回报率？

• 那个量级的回报与相关的风险相匹配吗？

• 所有者出售企业会更合算吗？如果是，那么怎样卖？何时卖？

出售企业只是所有者退出的众多可选项之一。对于不断增多的退出方式，本书第2版做了相关介绍，阐述了非上市公司所有者面临的一种独特挑战：退出决策和退出规划流程，并阐述了当出售不是所有者当期的合适选择时，其他一些退出替代方式。

• 在评估是否退出（如果是，如何退）时，所有者必须考虑哪些财务的、非财务的、专业的和人员的问题？

• 除了出售以外，所有者可用的退出选择还有哪些？

• 非上市公司投资规划的不同点在哪儿？

• 为什么非上市公司的退出规划应该尽早动手？

自从本书的第1版付梓以来，经济领域发生了不小的变化。整个经济形态正日益知识化，无形资产正逐步成为公司价值一个更大的部

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

分，并且经济全球化的色彩愈加浓厚。与并购交易相关的财务报告标准，也发生了相应的变化——本书的第2版也做出了相应的变动。

• 在跨境并购中，需要考虑的外国公司的特点有哪些？

• 公司拥有的关键无形资产有哪些，如何对它们进行估值？

• 在完成一项交易时，有哪些重要的财务报表问题需要处理？

• 为了使股东价值最大化，在高科技创业企业的价值衡量和管理中，有哪些特有的挑战？

本书提供了回答这些问题及其他相关问题的方法和工具。本书的目标读者是具有下述特征的公司的股东、投资者和经理人：他们公司的股权价格缺乏活跃市场的指引。在并购流程中，我们针对投资的估值和回报，提出了可靠性和条理性都较好的解决方案。我们的方法甚至把价值提升的内容融入到非上市公司的年度战略规划，为股东的投资决策提供价值导向。简而言之，我们这本书就是一个路线图，能够帮助读者在公司经营和公司出售（或购买）中，提升公司的价值。

许多投资者听说过有关提升上市公司价值的说法。对于上市公司而言，股票价格就是市场评价公司业绩的风向标。在没有股票价格的情况下，无论是制定一个成功的战略或是准确地衡量公司业绩和投资回报率，都要困难得多。的确很难，但不是不可能。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

我们诚邀读者通过运用这些方法，获取准确的并购估值，并在日常经营中创建公司价值。让我们拨开价值迷雾，循着这份路线图，敲开财富之门。

克里斯M.梅林

弗兰克C.埃文斯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

致谢

把本书献给我们亲爱的朋友和精神导师大卫·毕肖普（David Bishop）——本书第1版的作者之一。在组建美国企业评估师的全国网络过程中，毕肖普把我们聚在一起，花费了无数的时间培训和指导我们，使我们在企业评估方面的专业水平得到了很大的提升。对此，我们始终深怀感激和谢意。

除大卫外，如果没有许多同仁和约翰·威立出版公司的Sheck Cho的支持和帮助，本书也不可能成功面市。我们还得感谢思德·雪沃，感谢他在第19章“跨境并购”中所做的贡献。

还要感谢企业投资退出规划顾问、非凡的John Leonetti，感谢他就“退出规划”一章提供的宝贵的反馈和建议。就财务报表和无形资产章节，我们还得感谢Ray Rath、RenéHlousek和Darren Cordier所做的编辑及相关意见；就高科技创业企业一章，我们得感谢Frank Mainville给予我们的批评意见和增补内容。对于德尔菲估值咨询团队（Delphi Valuation Advisors）的研究、评论和支持，我也心怀感激。最重要地，我对我的家人深怀最诚挚的感激之情。感谢我的妻子Kim、我的女儿Sophia和Julia，谢谢你们在我撰写这本书的漫长时间里，表现出的巨大忍耐和理解，谢谢你们每一天给我带来的挚爱、欢乐和支持！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

克里斯M.梅伦

我的兄弟Harry Evans在本书第1版时给予了许多的帮助，在此，再一次地表示感谢；感谢我的朋友和同事Frank Mindicino，感谢他那超群的知识和洞见；感谢我的助手Shelly Myers，我的伙伴和女儿Sarah Dekreek。最后，对于我的妻子Lin，感谢你的挚爱和多方面的支持。

弗兰克C.埃文斯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第1章 并购制胜

通过合并和收购，买方和卖方都可以创造很大的价值。双方都能从并购交易中获益。这正是并购交易的美妙之处。在过去的二十多年间，这一直是驱动全球天量并购活动的魅力所在。[1]尽管出现了这么一个量级的交易，但多数企业却无法出售。并购专家把大约65%~75%的潜在卖家视为这一类，而美国商务部的一份调研报告显示，仅有20%的待售企业会成功易手所有权。这意味着真正被卖出的公司只有5%~7%。

本书聚焦企业价值，即通过并购交易，什么能创造价值、如何衡量价值、如何培育价值、如何维护价值并使价值最大化。就是这种聚焦能提高出售企业的机会。这些概念对买方和卖方同等重要，因为两者都可以从并购交易中获益。但现实中，频频出现的却是相反的并购结果。由于缺乏准备或相关知识，出售方可能在不利的条件下出售企业，或被迫接受太低的价格。相对照的是，每个买家所冒的风险要么是并购错误的企业，要么是支付太高的对价。在始于2007年12月的大衰退期间，我们目睹了在经济环境恶劣的情况下，并购活动遭遇的一系列挑战。这些挫折和挑战告诉我们：为什么理解价值（以及什么驱动价值）是并购活动至关重要的焦点。

不过，聪明的股东和经理人不会只把它们对价值的关注局限于并购活动。价值创造也是他们战略规划的驱动力，并在规划的过程中，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

制定公司的目标和方向。他们的并购战略支持和实践了为股东创造价值的大目标，而且，仅在并购交易能够创造价值时，他们才从事并购交易。

这使我们回归到本书的目的：在创建价值这样一个更大的企业目标之下，在并购活动中，如何对价值进行创造、衡量和培育，并使其最大化。上市公司的高管每天都在关注价值，因为它的变化反映在公司股票价格的运动中——这是他们业绩的日常计分卡（相比较于其他投资选择）。不过，非上市公司就没有这种市场反馈和市场导向。它们的股东和高管不太清楚自己公司的价值几何，或没有清晰地意识到价值的驱动力是什么。由于这个原因，许多非上市公司（以及一些上市公司的业务分支）不仅缺乏价值导向，而且业绩表现也不佳。

因为难于计算和确认，非上市公司或上市公司事业部的价值管理是很困难的一件事。然而，企业的多数活动（或是价值创造或是价值破坏）都发生在经营层面。

价值创造流程的关键节点是对小企业或大企业分支机构的价值，进行准确衡量和管理。由于多数并购交易涉及的都是较小的实体，所以，在并购业务中，这种价值创造的能力能给我们带来很大的回报。虽然我们读到和听到的都是一些有着股票价格的大公司的大交易，但2004~2008年，美国处在中位数的并购交易，其规模大约在2900万美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

元。所以，涉及非上市公司或上市公司分支的小额交易占并购活动的大多数。

在这个没有日常股价的小公司层面，每个有价值意识的股东和高管，都应该设法使自己公司的价值最大化。我们将呈现一些概念和方法，阐释应该如何对价值进行日常的度量和管理，尤其是在并购交易中，应该如何度量和管理价值。鉴于此，让我们的理解之旅从何为价值开始。

[1] 第5章会阐述了一种很有必要的有关并购的第2种潜在结果的观点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

股东忽略的关键价值

当收购者打量一个潜在目标时，它们的分析通常始于甄别和量化通过并购能够取得的协同效益。因此，它们通常会制作一个模型，预测在拥有这家公司时的潜在收入、在其管理之下的费用水平以及预期的最终收益或现金流。随后，为了确定目标公司对收购方的价值，后者会用公司的资本成本，贴现这些未来的收益。求得这种预估价值之后，收购方就会启动谈判之旅，以期达成能够创造价值的交易。

如果目标不是一家具有股票价格的上市公司，那么，多半会是一家从未有人问过其价值几许的公司，这是一种更常见的情况。实际上，企业为现有老板创造的价值就是这些企业的实际售卖价格。通过并购交易产生的潜在协同效益，多半或全部都是收购方创造的，所以，收购方没有必要向出售方支付由自己创造的价值。但在刚刚描述的情形里，收购方多半会把协同效益的价值支付给卖方，因为它很可能还不知道目标公司作为一家独立企业的价值几何。同时，收购方也不知自己通过并购所能创造的协同效益价值几何，或公司的初始报价应该是多少。

和收购方一样，卖方时常也是知之甚少或被误导。很多时候，目标公司的所有者并不知道公司是否应该出售，如何找到潜在的买家，哪些买家能够为公司支付最高的价格，它们做些什么可使公司价值最

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

大化，或如何走出售流程。毕竟，在其整个生涯中，许多卖家只有一次机会涉足这种交易。他们几乎不知道，作为一家单独的企业，他们公司当前的价值几许，何种价值动因或风险动因对公司价值的影响最大，或者，对于战略投资人，公司价值会多出多少（如果有的话）。通常，传统的专家团队（公司的财务主管，外部的会计师、银行家或律师）都不是企业估值的专家。这些专业人士几乎无人知晓何为驱动公司价值的动因，或者不清楚公司作为一家独立企业的价值与公司在战略买家手里的价值之间的微妙区别。

卖家寻求咨询的中介机构，多半是投资银行或业务顾问。这些顾问通常收取的是佣金——只有它们促成了销售后，才能得到。不过，要想卖个更高的价格，在出售之前，当期的公司拥有人会设法把公司业绩提升到一个更高的水平。但这种咨询业务不太受中介机构的欢迎，因为这会使佣金支付滞后更长的时间，甚至使佣金最终落空。

由于很难得到好的咨询建议，所以，出售方常常会推后销售事宜。对于许多视公司为家的企业家，这种推延常常是一个很随意的选择。但伴随这种情绪化推延的，时常是随之而去的机会。而且，对价值有极大影响的外部因素，如经济环境、行业状况和竞争程度，可能会很快改变。综合趋势、技术创新和监管税务的改革，也会提升或收窄并购的机会和价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

拖沓也会对遗产规划和税务策略产生不利的影响，因为拖延有时会减少卖家的选项。当价值正在迅速下降[1]的时候，拖沓的恶劣结果会非常明显。

总之，无论是买方还是卖方都有强烈的动机，去理解价值，管理价值的驱动因素，促成双赢结果。

[1] 此处原文为increasing（上升），疑有误。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

独立的市场公允价值

在把焦点适当地置于股东价值最大化之后，买方和卖方就可以开始并购之旅——起点是计算目标公司独立的市场公允价值，即卖方当期所拥有的价值。这个价值反映了公司的规模、资本通道、产品和服务的深度和广度、管理质量、市场份额和客户基础、流动性水平和财务杠杆以及作为一个独立企业的整体盈利能力和现金流。

在考虑到上述这些特征的情况下，美国国税局税规则59-60定义的“市场公允价值”是“在双方对相关事实有合理了解的基础上，各自都没有在胁迫的情况下进行买卖时，相关财产在自愿买家和自愿卖家之间进行换手时的价格”。

市场公允价值包括了如下的这些假设。

• 买方和卖方都假设处于典型的市场之中，双方都是为各自利益而努力。

• 假设的买方是慎重的，但不涉及协同效益。

• 企业将会持续经营，不会被清算。

• 假设的销售额将会变现。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

• 双方不仅是自愿进行交易，而且也有能力进行交易。

• 假设的卖家不是被迫出售（换言之，不是接受一个“廉价出售”的收购要约），买家不会被迫购买（换言之，为生计所迫）。

• 所指的是“价格”，而不是“变卖财产的收入”。

• 双方的运营原来没有关联关系，或相互间的经营是独立的。

• 双方对相关事实都有足够的了解。

• 买方愿意接受的价格必须是在截至有效期为止的经济、行业和市场条件下，所能得到的价格。

谨遵市场公允价值的买家会被认为是“财务”买家而非“战略”买家。这种买家仅仅提供资本和与卖家当期管理同等水平的管理。这排除了具有下述特征的买家：由于它的其他业务活动，会给某家公司带来“价值增值”的好处，而这家公司能提升目标公司的价值，也可能会改善买方的其他企业行为（比如，被同一行业或类似行业的其他公司收购）。同样，也不包括具有下述表征的买家：已经是股东、债权人、相关方或控制方，它们乐意以虚高或虚低的价格购买权益，而动因又不是非关联财务买家的典型动因。

处在市场公允价值过程中的卖方也是假设的，而且，知晓与并购相关的事实——包括下述因素对价值施加的影响：相关市场、公司风

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

险、价值动因以及控股程度和这种企业股权市场流动性的缺乏程度。

就本质而言，市场公允价值是客观的，但对于特定的买方而言，“投资价值”反映的价值却是建立在买家自身情况和投资需求之上的。这个价值包括战略买家预期通过并购所创造的协同效益或其他利益。

市场公允价值应该代表受经济利益驱动的卖家愿意接受的最低价格，因为作为企业所有者的卖家当期享受着这个价值所提供的利益。非上市公司的控股股东通常握有相当的流动性，因为他拥有公司经营创造的或出售公司所产生的现金流。缺乏控股权或少数权益股东持有的流动性要小很多。其结果是，没有控股权的权益价值通常要大大小于享有控股权的那些所有权的权益。

已经计算了独立市场公允价值的潜在买家还应该认识到，这是它们谈判起始的基础价值。买家预期从并购交易创造的最大价值是投资价值超出市场公允价值的部分。买方支付的任何高于市场公允价值的溢价都会减少买家的潜在收益，因为卖家得到了将要创造的那部分价值的部分。

就像将在第6章深入讨论的，卖方常常受到一些非经济因素的驱动，他们希望把公司的所有权传承给他们的孩子或经过长期考验的雇员，或如果他们是在公司工作，还可以在此退休或做一些其他的事

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

情。当这些非经济因素存在时，重要的是要股东懂得：由于个人原因所做的决定，有多大的经济影响。投机取巧的买家会占卖家的便宜，特别是对那些处境不好的卖家。同样，这种事实既强调了持续关注价值的必要，也说明实施战略规划的必要（它常常把公司的出售作为一个可行的选项，以使股东价值最大化）。这个规划包含股东的非经济目标，以及为实现这些目标所需的时间和业务架构，还有不可或缺的价值管理。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

对战略买家的投资价值

目标公司的投资价值是针对具体战略买家的价值——这需要认识买家的属性和通过并购获得的协同效益和其他综合利益。目标公司的投资价值也称作战略价值，它对每个潜在买家都可能不同，因为每个买家通过并购所能创造的协同效益不一样。例如，和其他潜在买家相比，在分销体系、产品线或销售区域上，某个买家和目标公司之间的互补性可能更好。一般而言，对于这个买家，这个并购目标的价值最大。掌握了相关信息的买家和卖家可以提前确认这些战略优势，利用这些知识和信息进行谈判。

市场公允价值和投资价值的区别列示于表1-1中，它显示了一家公司针对两个潜在买家的投资价值。在投资价值里，企业市场公允价值之上的增加值，在大多数情况下都被称为控股权溢价，但这个词有误导作用。典型的买家通常的确是通过并购来获取目标公司的控股权，但所支付的这种溢价通常是合并所产生的协同效益创造出来的。因此，这种溢价更准确的是指并购溢价，因为其背后的主要动因是协同效益，而不是控股权（它仅仅是激活协同效益所需的权威）。

表1-1　市场公允价值比对投资价值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

投资价值—2

投资价值—1

并购溢价

市场公允价值

由此，我们必须直面下述问题：

• 为什么买家乐意支付高于市场公允价值的价格？

• 如果买家必须支付并购溢价来完成并购，它支付的超出市场公允价值的价值是多少（换言之，并购溢价应该是多大，即，货币金额是多少或占市场公允价值的百分比是多少）？

在过去十年的美国，就上市公司的收购而言，并购溢价的均值和中位值大约分别是其市场公允价值的40%和30%。当然，这些数字不是作为一个指南或目标值给出的。所付溢价取决于竞争因素、规模经济和买卖双方的动因——这些再一次强调了在开始谈判之前，透彻地理解价值和行业趋势的必要性。例如，如果一家公司的市场公允价值为1000万美元，最大投资价值是2000万美元，而不是1200万美元，那么，这家公司就有较强的讨价还价的能力。不过，要想谈下最好的价格，卖家不仅应该设法清楚自己最大的投资价值是多少（潜在买家在并购中所能够支付的最高价格），而且，还应该清楚每个买家的选择，并根据这些信息指导自己的谈判。

一般来说，买方应该是基于市场公允价值开始谈判工作。因为进入谈判之后，情绪因素和“拿下交易”的愿望会占据控制地位，所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

以，在买方进入谈判过程之前，应该确定自己的价格底线，即，它们愿意为这笔并购所支付的超出市场公允价值的最大金额。事先确定最高价格会促使买方把主要精力放在价值上，而不是放在“赢得”并购交易上。很自然，在市场公允价值之上的交易价格越是接近买方的投资价值，这项并购交易的吸引力就越小。价值导向的买方会意识到，价格已接近其投资价值的并购，需要它们实现几乎所有预期的协同效益（而且要及时地实现），才能实现预期价值。并购价格越接近于它们的投资价值，相关并购能为买方创造的更多价值就会越少，留给买方犯错的潜在空间就越小。当卖方索要的价格太高，买方更好的选择通常是谢绝这项交易，去寻找另一个潜在价值更好的机会。

这给了我们一个做投资的启示，一个基础性和本质性的启示：要看清一家好公司与一项好投资之间的差异。好公司具有很多的优势，但如果对其所付价格太高，就会是一笔坏投资。相反，相对于一定的预期回报率，如果并购价格足够低，问题公司可能就是一个好的投资机会，特别是那种对战略买方有优势互补的问题公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

并购的双赢效益

为了例解买卖双方的并购双赢效益，下面将概述一家公司的估值——这家公司的名字叫作卡文迪什产品分销公司（这个案例将会在第20章详细阐述）。在这个案例中，我们只是打算对众多的专业步骤进行简略的阐述。在随后的章节里，你会找到每个步骤的详尽描述。在介绍不同专业问题时，我们会使用不同字体表现这些问题，并指明详述这些问题处理方式的章节。

卡文迪什（Cavendish Seafood Distributors）创建于20年前，它的创始人卢·伯廷（Lou Bertin）是一个很成功的餐厅老板。具有MBA学历的伯廷总想经营一家自己的企业，但对运营餐厅产生了厌烦心理。不过，在经营餐厅的过程中，他意识到所在州的餐厅需要一个海产品分销的更好方式。在企业家精神的驱动下，伯廷凭着经营餐厅多年积累的丰富专业知识和一份策划周密的商务计划书，用自己的170万美元和两个占比10%的小投资人的股本金，创建了卡文迪什公司。

不过，就像大多数小公司一样，伯廷在经营卡文迪什的过程中，也深受相关风险和掣肘之苦。说实话，他期望着退休或至少削减他的工作时间。此外，虽然卡文迪什很成功，但伯廷意识到多元化是更加明智的策略，而且，自己的个人财富已和公司的命运捆绑在一起了。伯廷在卡文迪什公司80%的股本权益应该进行估值吗？他抑或应该做些

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

其他的投资？如果不存在少数股东权益并拥有100%股权，或所有的股权都是由小股东拥有，那么，估值程序或计算方法会不一样吗？（见第6章和第13章。）

卡文迪什最近年份的销售额超过了7500万美元，而经过调整且反映当期运营的息税前利润约为750万美元。息税前利润是卡文迪什最合适的回报指标吗？采用收入或税前或税后净收益或现金流会更精确吗？（见第7章。）在负债率很高的情况下，卡文迪什还需要追加大量的资本，以便获得长期稳定的发展。财务杠杠影响价值吗？如果是，它是如何影响的？（见第10章。）预期的资本支出会影响价值吗？如果是，我们怎样计入？

该公司已经发展了一批餐厅和杂货店客户，不仅增长速度快，而且，忠诚度较高，但按照行业标准，该公司的产品线仍然很窄。2008年，不断攀升的燃油价格对卡文迪什的利润率产生了不利影响，而且，又由于随后的经济衰退和餐厅需求的下降，它的利润受到了进一步的蚕食。估值如何反映这些风险动因和价值动因？如果收购方能消除其中的一些不利因素将会如何？（见第3章和第9章。）卡文迪什员工的主要构成是家庭成员和与伯廷一样厌烦餐厅工作并希望为职业生涯寻找“正常”工作时间的人。现在，伯廷已经失去了往日的激情，他没有制定公司延续过往业绩所需的战略规划。如果有些个体已经不能为公司的成功做出重要贡献，那么，是否应该做出一些调整？如果

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

某人的薪酬高于或低于市场水平，应该做相应的调整吗？（见第7章。）

就公司的出售问题，伯廷已经接受了一些企业买卖经纪人的拜访，也在食品分销行业进行了不少接触，加之过去两年起伏不定的经济环境使得他心烦意乱。另外，一家规模比卡文迪什大五倍的主要竞争对手，正在使用它的优势设法把卡文迪什从其核心区域的某些城区市场挤走。这种愈加激烈的竞争，外加不利的经济环境，使得伯廷推迟了它的提价计划。这些竞争问题能通过卡文迪什的财务报表解读出来吗？还需要其他的什么调研吗？这些竞争因素如何能反映到估值中？（见第3章和第9章。）

卡文迪什的独立市场公允价值的计算

作为一家中小规模的公司，卡文迪什具有多重风险：单薄的资本、高额的负债、较窄的产品线和有限的管理。当把公司的忠诚客户、快速增长的销售额、产品的高品质和平均利润率综合起来看，卡文迪什的加权平均资本成本为18%（反映了该公司的风险属性和增长前景）。

加权平均资本成本和贴现率是一回事吗？它和资本化率是一样的吗？（见第8章和第10章。）如果以公司当年已投资本的标准化净收益额480万美元，除以加权平均资本成本的资本化率14%，那么，该企业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

独立的市场公允价值就是3570万美元。这是股权价值吗？（见第7章。）为什么只用1年期的利润来计算公司的价值？这如何能反映未来年份的增长？（见第8章。）

对战略收购方的投资价值

有一家较大的上市公司想通过快速并购，在卡文迪什所在市场占有一席之地，而且，这家公司对卡文迪什的优势和劣势有较好的了解。由于较大的收购方可以消除卡文迪什的许多不足，所以，收购能更快地提升后者销售额的增长和公司利润。作为市场能力更强的大公司的一个分部，卡文迪什的风险也会小得多。这些风险的变化如何能够反映在估值里？谁得到这些价值？（见第3章。）

当战略买家收购卡文迪什之后，通过更有效的经营、更广泛的市场通道和丰富的分销系统，会使卡文迪什在未来几年的息税前利润得到提升。在财务预测期的结束年份，卡文迪什的增长应该类似于食品分销行业的预期增长率。预测期的数据及随后年份的数据应该如何用于价值计算之中？（见第8章。）

在并购交易结束后，为了做财务报表，买家需要把购买成本进行分配。这会部分涉及卡文迪什无形资产的甄别和估值。就财务报表而言，我们应该怎么做呢？（见第16章。）卡文迪什拥有何种无形资产，它们如何估值？（见第16章和第17章。）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

当卡文迪什的WACC资本化率为14%时，能力全面的分销商、买家、著名的大上市公司的WACC资本化率约为12%。资本化率和贴现率有什么区别，在使用时如何选择？（见第8~10章。）因为卡文迪什经营的市场对于买家而言是个新领域，加之管理能力有限和竞争加剧，所以，买家会为这些新增的风险调整贴现率。买家应该用自己的贴现率计算卡文迪什的投资价值吗？如果不是，那么，应该对它进行怎样的调整？卡文迪什较高的负债会怎样影响这个贴现率？（见第10章。）把卡文迪什基于协同效益调整过的已投资本的净现金流进行多期贴现，得出该公司已投资本于一个战略买家的价值是5170万美元。什么是已投资本的净现金流？如何计算？应该谨慎地预测多少年？（见第7章。）对于考虑到风险动因和价值动因的回报和回报率，这个贴现过程如何能反映这种潜在的调整？（见第8章和第9章。）在5170万美元已投资本的投资价值中，超出卡文迪什3540万美元独立市场公允价值之上的1500万美元意味着：为购买卡文迪什，这个买家所支付的价格应在其独立市场公允价值之上不得超过1530万美元。买卖双方启动谈判的最低价格应该是多少？买家在购买卡文迪什时乐意支付的价格会高出3540万美元多少？这个决定会受到竞价购买卡文迪什的竞争对手的影响吗？如果买家最终支付了5170万美元来购买卡文迪什，这个买家会好过吗？那会怎样？（见第1章、第4章和第5章。）

卡文迪什资产负债表显示的资产金额将近4400万美元，权益金额1500万美元。这些数据会怎样影响它的价值？（见第12章和第13

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

章。）卡文迪什所在行业上市公司的股票价格是其息税前利润的3~18倍，平均值是8倍。是否应该考虑到这些，如何考虑？这个息税前利润能够导出权益价值吗？（见第11章。）另一个上市的食品分销商最近的出售价格是其市场公允价值之上的72%的溢价。这项交易应该在决定卡文迪什的价值时予以考虑吗？（见第11章。）

由于卡文迪什不是一家上市公司，应该对其变现能力不足而给予一个贴现吗？由于卡文迪什有小股东，是需要一个控股权溢价，还是一个缺乏控股权的贴现？（见第13章。）

买家可以采用相关策略降低并购风险吗？（见第4章和第17章。）买家如何才能最有效地评估协同效益的价值？（见第5章。）

卖家能够运用策略建立价值吗？它们能够在出售之前有效地规划这件事情吗？（见第2章和第4章。）

很明显，无论是买家或卖家都有机会通过并购获益。不过，为了创造价值，它们必须有能力衡量和管理价值。创造价值的流程始于甄别和量化那些能创造价值的因子。但更多的时候，面对的是没有股票价格（做价值尺度）的非上市公司或上市公司的一个部门。在随后的章节里，我们将阐述如何在非上市公司培育经营价值，如何在并购中创造、衡量和管理价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第2章　培育价值和计量投资回报率：非上市公司

有关“价值”和“创造价值”的文字是如此之多，以至于这些概念已经掺杂了许多含义。为了使自己的收购或出售决策能够获得最大收益，买家和卖家都必须清楚战略会如何影响价值。对于所有者和高管而言，更重要的是理解价值在日常经营管理中（尚无出售公司的预期时）是如何创造或毁灭的。在非上市公司、上市公司的分支和交易清淡的上市公司，要想对价值的创造进行有效管理的话，首先要做的事情是对价值进行计量。要想计量价值，就必须对“投资”“回报”“回报率”和“价值”进行精确定义，以便能准确地计算价值和投资回报。但对于非上市公司而言，这种指标的计量和相关的记账方式几乎都是不正确的。结果是，人们无法知晓这些公司的真实经营业绩以及它们的价值创造或毁灭的原因，而投资者也很少知道它们得到的信息数据有误！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

上市公司的价值创造模型

理解非上市公司价值创造的路径始于对上市公司价值创造模型的理解。这个模型评估公司的未来净现金流回报，并通过公司的股票价格（反映投资者所意识的公司的相对风险水平），算出一个公司价值。

对于上市公司普通股的投资而言，价值创造和投资回报率（ROI）是相当的清晰明了。投资者就是指望以红利支付方式获取未来现金回报（净现金流），并获得出售股票时的升值收益。这种股票升值是下述两个变数的函数：下一阶段的预期现金回报；这个回报的预期增幅。因此，上市公司普通股的价值最终可以归结为股东所得现金红利和这个现金红利的预期增幅——这些都反映在股票的升值上。

基于预期现金收入的普通股估值理论得到了广泛的认同，但许多投资决策却是建立在无关的投资金额或价格数据之上。在有当期股票价格信息的情况下，有些投资者会关注自己在相关证券上当初所投金额，而另一些投资者则会聚焦于这种证券的现期价值。后一类投资者的做法是正确的。在财会语系里，投资人最初的投资都是“沉没成本”。这类最初的投资与他们的现期决策无关，因为它们不是未来回报，而且，这些初始投资也不会由于投资者现在所做的任何决策而改变。这里相关的是这种证券的当期价值，因为这种价值代表的是投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

者的当期选择（与其他投资相对而言）。投资者应该关注这种价值，因为持有这种股票本身实际上就是决定，不以其他方式投资这种当期价值。

如果把回报定义为净现金流并聚焦于当期价值而不是历史价值，那么，风险也就被量化了。不同水平的风险反映在股票价格及其预期回报之间的关系上。高风险投资必须带来更高的回报率，投资者为了实现它们的投资目标，要从众多潜在的风险回报组合中进行选择。由于可以方便地获得每日的股票市场价格和公司定期的业绩指标，投资者乐意聚焦于公开交易的股票，研究当期股票价格和未来现金流。

在这里，相关的分析会用上过往的盈利指标。通常使用的市盈率倍数（PE）是把当期的股票价格与前期的盈利相比较，但投资者日益认识到未来的环境会有别于过去。这在媒体披露的当期盈利报告中表现得最为明显。人们通常会把上市公司宣布的盈利与市场的预期值进行比较——市场预期更强调价值的未来属性，而历史数据则主要用来评估预期的可靠性。

就上市股票回报率的历史数据而言，它们有助于我们深入理解投资者的风险回报预期，以及投资者预期的最终回报率。投资者挣得的这些年度回报率都是建立在下述相关金额之上的：

- 投资金额，以本期初的现金支出额表示；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

• 回报金额，以该期的现金流入净额表示。

利用这些数据（由晨星公司[1]在其年度调研报告中提供，在本书的第9章有相关阐述），投资者可以把它们的预期值与过往投资于这些证券的平均历史业绩进行比较。

由此可见，这种上市公司模型计算的是当期价值，依托的是预期净现金流回报，并为了量化公司风险，把这两个数值之间的相互关系表述为一个倍数或百分比。这种方法的好处是可在类似的投资之间进行比较分析。股票价格的动向反映了投资者对公司预期净现金流或风险（或两者）变化的反应。

[1] Morningstar®, Ibbotson®SBBI®2009 Valuation Yearbook(Chicago:Morningstar,2009).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

价值创造和投资回报率的计算——非上市公司

我们已经综述了市场是如何度量上市公司价值的变化。这种方法关注未来现金流回报，并通过对当期经济和行业环境以及公司内部能力的分析，确定公司的风险水平，最终求得公司的价值。个体投资者、机构投资者、分析师和上市公司的领导层会时常做这项工作，并都心照不宣地认为：他们的结论应该反映在上市公司股票价格的日常变化中。

对于非上市公司、上市公司的分支机构和交易清淡的上市公司而言，要想获得准确的估值和合理的投资回报率（ROI）分析，奥秘在于对上市证券投资模型进行调适，以适应非上市实体的独特属性。不过，采用这种做法要特别小心，尤其要考虑在上市公司和非上市公司之间存在着巨大差异的情况下，更是如此。公开资本市场和私募资本市场是无法相互替代的。不过，虽然私募市场理论仍在发展之中，但主流的私募资本“市场”（包括非上市公司的所有者及其顾问）仍然与公开资本市场有相似性，还要依靠上市公司的价值模型来理解和确定非上市公司的价值。实际上，我们已经就此引进了几个关键指标——投资额、回报、回报率和价值。

投资额

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

如果你投资了非上市公司，那么，在下述指标中，你认为哪些是衡量投资的正确指标？

（1）你和你的股东在公司所投的初始投资额，以及随后追加的投资额。

（2）你在公司的投资加上再投入的利润（这是你资产负债表上权益的账面价值）。

（3）在你企业的运营中，你所使用的所有有形资产的当期市场价值。

上述前两个答案显然不正确，但它们被频繁地用于已用资本回报率（ROCE）的计算。前两个选项数字代表的是过去已经发生的成本，它们可能与今天的价值有关系，也可能没有关系。如果这些投资额比今天的价值低，那么，它们产生的投资回报率较高；如果这些投资额比今天的价值高，那么，它们产生的投资回报率较低。实际上，在这两种情形中，过去的投资额都是不相关的（它们是沉没成本），因为用于当期决策的关键指标是你投资的当期价值。

如果你的公司没有创造足够的利润且没有无形资产价值的话，那么，所列的第三个选项（在你经营中所使用的有形资产的当期价值）就是衡量投资的合适指标。在一个没有无形资产或商誉价值且业绩不佳的公司里，你的投资主要构成是公司有形资产的当期价值。根据我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

们在中型企业市场工作的经验，在我们所见的非上市公司中，有大约一半企业没能创造足够的利润和无形资产价值。

业绩不佳的企业通常没有什么价值，或对于当期的所有者而言，其价值莫过于其有形资产价值，此外，可能它还有一些有价值的客户或技术，以及好的声誉。因为它们没能把这些品质转化为足够的利润，所以，它们没有为当期的所有者创造无形价值，但有一个例外，除非它们溢价出售给了一个买家（这个溢价反映了这个买家希望创造的无形资产价值）。

成功企业的大部分价值体现在它们的无形资产上。在一份由本书作者完成的调查报告中，对近期出售的公司的财务报表进行了收购金额的分配分析，结果发现：分配到固定资产和运营资金的收购金额平均为收购总金额的21%，意味着这些公司价值的79%体现在它们的无形资产上。

如果你的企业创造了足够的利润，带来了经营价值或商誉价值（例如，你创造的利润超过了你的预期回报率），那么，你的公司就拥有无形资产价值，你的投资就必须以不同的方式来计量。对于所创利润高于其资本成本的公司，其所有者对该企业投资的价值，就是企业未来预期回报的现值。这些预期回报越高，其所有者投资价值也就越大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

例如，让我们来看看微软。它今天的价值与多年前人们对该公司的投资额没有关系，与它再投入的利润、有形资产的价值都没有关系。微软股票在今天市场上的交易价值仅是一个变量的函数：股东预期会得到的未来的预期回报——红利和股票升值。这个用于估值上市公司的传统模型，与用于估值盈利的非上市公司的模型是一样的。

习惯上，所有者会把其在企业的投资与他们用于购买或扩张企业的现金支出相联系。不过，一旦他们拥有了它，他们必须意识到他们每天的行为实际上都是在做一种选择：不出售公司，而且，无论公司当期的市场价值几何，他们都会自然而然地选择对它进行再投资。当该公司的经营已经创造出了经营价值，超出了投资者为收购或扩张该公司在最初所做的支出，那么，这些先前的投资金额就与其当期的投资决策不相关了。这时，仅有当期的市场价值才有意义。

总之，当你考虑你在非上市公司的投资时，如果企业发生了亏损或利润不高，那么，这种投资只能依据该企业有形资产的当期市场价值定价；或者，如果该公司的经营能够产生无形资产价值，那么，这笔投资的价值就是其未来回报的现值。对于盈利的公司，这种投资度量法的计算难度要大一些，但对要做投资决策的所有者而言，它却是一个很有价值的工具。

回报

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

让我们来考虑这样一个问题：你投资了一家上市公司，你将从这项投资获得怎样的回报。很明显，这项回报限定在红利和股票价值的升值上。作为一个投资者，你不可能得到公司的回报，或其息税前利润（EBIT）、或其息税摊销前利润（EBITDA）。如果公司的借款是有效率的，那么，对投资者的回报就包括了这些低成本融资所创造的利益。

对非上市公司投资回报的计算也应该一样。就非上市公司而言，投资者应该关注的回报是它的可用现金，即该公司剔除了下述科目的所余现金：所有成本费用和税款的支出以及所有资本支出和运营资金的所有再投资需求。这种资金有时也称作自由现金流，是企业已投资本的净现金流。它的计算方式如下：

税后净收益

加：利息费用——免除所得税的

加：非现金费用——折旧和摊销

减：资本支出

减：运营资金新增投资额

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

已投资本的净现金流

奇怪的是，在财务报表上，找不到已投资本净现金流这个数据，非上市公司所有者几乎不可能看到这个数据。但它代表的却是一种至关重要的现金，是在公司所有的资金需求被满足后，债权人和股东能够从企业得到的现金。它是资本提供者的真正回报。

注意：在这个阐述的过程中，我们使用的就是针对负债和权益提供者的回报。这是合情合理的，因为企业的权益可从负债的使用上获益，而且，债务的适当使用能够改善权益的回报。因而，针对战略规划和价值创造目的的“回报”，其合理的计算方式应该是针对负债和权益，而不应该仅仅是针对权益资本的。在第7章，我们呈现了有关净现金流计算方式的详尽论述。

回报率

用于价值衡量和投资回报率计算的第3个指标是回报率。这是一个必须认真理解的概念，因为回报率实际上是衡量风险的指标，而每项投资的风险程度不同。合理的投资选择必须考虑相关的风险，或考虑该项投资未来回报能够实现的可能性。这种必要回报率（required rate of return）也被称作资本成本、预期回报率或贴现率，并被用来量化未来回报能被实现的可能性。基础的投资理论认为，仅在投资者有机会获得更高回报的情况下，他们才会接受更高的投资风险。因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

此，一项投资的可见风险越高，这项投资的回报率也必须更高。从数学角度看，更高的回报率会导致对未来预期回报进行更高的贴现，会降低这些投资的价值。所以，风险越大，贴现率就越大，价值就越低。相反，与较低风险相随的是较低的贴现率和较高的价值。

注意两个概念的区别：公司的必要回报率（反映的是公司的相对风险水平）；公司的实际回报率（反映的是过往的业绩并用于计算公司实际的投资回报——ROI）。你的实际回报率可能大于或小于基于投资风险你应该挣得的回报率。必要回报率是你创造价值所必需取得的基准回报率。因为公司既使用债权资金，也使用股权资金（或混合型资金，比如优先股或可转债），这些资金的每一种成本都必须予以计算。有些公司可以获得成本更低的负债，因为它们有更多的抵押物或它们的回报更有保障，放款人因此愿意给它们贷更多的资金。负债和股金的相对金额因公司和行业而异，但会对公司的资本成本产生影响。管理质量、竞争程度和其他的竞争要素，也会影响公司实现预期收入、预期收益和预期现金流的可能性，而且所有这些要素都会影响公司的资本成本。就一家非上市公司的债权和股权资金的加权平均成本（资本加权平均成本WACC）而言，通常的范围是12%~24%，具体取决于公司的风险水平。这种风险水平可以予以量化，方法是通过对宏观经济、所属行业和公司情况的具体分析，评估它的整体竞争地位和成功的可能性。这个分析评估流程会导出公司的必要回报率或WACC——用于贴现未来的收益，计算公司的现值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

我们前面说过，在计算投资额和已投资本的净现金流时，需要小心谨慎对待这两个投资回报的当期指标，同样，对公司回报率的估算也要格外慎重。但如果没有对风险的准确计量，就不可能精确量化未来的投资回报。在本书的第8~10章，我们将详细论述资本成本或回报率的计算方法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

价值

“价值”可能是一个危险的词汇。如果它的定义不合理，很容易被误读，而且，如果计算误差较大，则会导致错误的投资决策。

基于前面的讨论，有一点应该是很清楚的，即对非上市公司的投资（和价值）的计算结果，可能会大于其有形运营资产的当期价值（如果它没能创造足够回报的话），或大于以必要回报率（反映相对风险水平）贴现的未来回报的现值。对于一个盈利能力充分的公司，其未来回报的现值会超过其经营资产的有形价值——超出部分表现为公司的经营价值或无形资产（有时称为商誉）价值。这就是企业在现有股东手里的价值，或是针对财务买家的价值（因为它对被收购公司只带来资金）。这种价值是公司的市场公允价值，代表所有者在企业的当期投资。这种所有者每天都在对公司做这种投资，也就是说，他的行为意味着他还没有打算出售自己的企业。

投资者应该清楚，对于战略投资者而言，同一公司可能会有更高的战略（或投资）价值（也许会高很多），因为战略投资者通过收购和拥有目标公司，可以用较低的资本进行投资或以较低的风险创造更高的回报。聪明的投资人都会明白一个道理：对于持续拥有自己的非上市公司而言，把公司卖给战略投资者是一个不错的选择，后者能够

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

创造协同效益（一种价值增值行为）。通过出售公司，卖方通常能够分享到这些协同效益。

除了市场公允价值和战略价值之间的差异外，投资者还应该关注另一种价值差异即公司作为一个整体（100%）的价值和公司分拆为不同部分的价值的区别。

就上市公司的投资而言，大多数都可以在几天的时间内出售变现，因为这些股份都是在活跃的证券市场上进行交易的。对于多数非上市公司的投资，却没有这种便利，除非这类公司所有者拥有企业100%的股份，而且，所处行业经常发生企业的买卖交易。

在非上市公司中，拥有少数股份或缺乏控制权的人必须认识到，由于他们缺乏对公司经营的控制权，外加缺乏公司股权即刻兑现的市场，他们的投资相对缺少吸引力。缺乏控股权和因缺乏控股权而导致的流动性不足会使股权价值剧减30%~50%，这个幅度甚至会超出公司总体价值中这类股权所占价值的合理比例。在第13章里，我们会对这个问题做进一步的阐述。综上所述，在评估非上市公司这些股东们的单个投资回报率时，他们多了一项工作，即要考虑由于缺乏控股权和流动性而导致的价值递减问题。在为非上市公司投资做退出规划时，如果投资者忽略了上述因素的话，那么，在作为少数权益股东面临弱势谈判地位时，他们既会感到意外，更会感到失望。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

正确计算法之例解——已投资本的价值创造及其投资回报率

为了用例子解读上述理论模型，我们用表2-1~表2-5所述内容，提供有关公司A和公司B的基本信息，并计算每家公司的年度投资额、回报、回报率和价值。然后，计算公司所创价值的年度增值部分，以及所实现的投资回报率。在审视这个案例时，请注意：这个例子并没有提供所用必要回报率（WACC）的详尽求证。在随后章节里，我们会补上相关内容。

正确计算法之例解——非上市公司投资回报率

下一个数据是与两家非上市公司A和B相关的。每家公司的股东都投了100万美元购买了各自公司的股权。在本年度起始日的资产负债表上，每家公司有形的已投资本（净经营资产）的市场价值是1000万美元，如表2-1所示。公司A和公司B的风险水平也类似（就像表2-3所计算的那样），两家公司的WACC资本化率都是一样的10%。在本年度起始日，公司A预测的已投资本的净现金流是70万美元，而公司B的则是120万美元，如表2-2所示，而且，它们的回报预期会有长期的增长，年增幅为4%。这两家公司本年度实际的净现金流回报：公司A为75万美元，公司B为110万美元。[1]表2-4计算了本年度初的“投资额”和“价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

值”，而表2-5则计算了本年末的这两个数值，并计算了该年度的投资回报率。

表2-1　资产负债表：年初　（单位：千美元）

公司 A 和公司 B					
	账面价值	市场价值		账面价值	市场价值
现金	1 000	1 000	减：应付账款	2 000	2 000
应收账款	2 000	2 000	应付票据	6 000	6 000
存货	3 000	3 000	总负债	8 000	8 000
固定资产（净）	4 000	6 000	总权益	2 000	4 000
总资产	10 000	12 000	总负债和所有者权益	10 000	12 000
减：应付账款	−2 000	−2 000	减：应付账款	−2 000	−2 000
净经营资产	8 000	10 000	已投资本	8 000	10 000

表2-2　预测的已投资本净现金流：年度　（单位：千美元）

	公司 A	公司 B
息税折旧摊销前利润	2 700	3 300
折旧	−700	−700
利息	−400	−600
所得税	−600	−800
净收入	1 000	1 200
加：净利息费用	200	300
加：折旧	700	700
减：资本费用	−900	−800
减：运营资本增加额	−300	−200
净现金流（已投资本）	700	1 200

表2-3资本加权平均成本（必要回报率）：年初　（%）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

资本来源	税后成本	权重	平均成本权重
负债	4	40	1.6
权益	21	60	12.6
WACC 贴现率			14.2
减：长期增长率			−4.0
WACC 资本化率（四舍五入）			10.0

表2-4　投资额（和价值）的计算：截至年初　（单位：美元）

		公司 A 和公司 B
净有形资产的市场公允价值（自资产负债表）		10 000 000
		公司 A
本年度的预测净现金流现值	$\frac{700\ 000}{10\%}$	=7 000 000
		公司 B
本年度的预测净现金流现值	$\frac{1\ 200\ 000}{10\%}$	=12 000 000

结论：公司 A 创造的净现金流不足，使得它的经营价值没能超过它的 1 000 万美元净有形资产的市场公允价值，而公司 B 的经营价值则是 1 200 万美元（基于它的资本成本、预期利润、现金流和增长率）。这些指标才是股东应该考虑的有关“投资”的关键指标。在计算投资和投资回报率时，这些股东初始的 100 万美元投资以及股权和已投资本的当期面值，都不相关。

表2-5　公司A和公司B年度已投资本的实际回报率的计算　（单位：美元）

基于每家公司当年的实际业绩，以及它们在年终的竞争地位，预期公司 A 将会在下一年度创造 90 万美元的已投资本净现金流，预期公司 B 会创造 130 万美元的净现金流，预期两家公司现金流的长期年增幅为 4%。假设年终两家公司都不分红或配股，那么，公司 A 和公司 B 净有形资产的市场公允价值分别为 1 075 万美元和 1 110 万美元。公司 A 年终的风险水平（必要回报率）仍然保持在 14%，而公司 B 加强了管理并夯实了资产负债表，把其风险水平（必要回报率）从 14% 降到了 13%。基于这些信息，每家公司在本年度末的价值可以计算如下

公司 A	公司 B
$\frac{900\ 000}{(14\%-4\%)}$ =9 000 000	$\frac{1\ 300\ 000}{(13\%-4\%)}$ =14 400 000

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（续）

然后，债权人和股东当年的总回报计算如下		
	公司 A	公司 B
年末的投资价值	10 750 000	14 400 000
年初的投资价值	10 000 000	12 000 000
已投资本的升值	750 000	2 400 000
加：当年的实际净现金流（仅公司 B）	0	1 100 000
当年的总回报	750 000	3 500 000
每家公司当年的已投资本实际回报率计算如下		
	公司 A	公司 B
当年的总回报 / 年初的投资价值	$\frac{750\ 000}{10\ 000\ 000}$ =7.5%	$\frac{3\ 500\ 000}{12\ 000\ 000}$ =29.2%

在这个例子中，公司 A 实际投资回报率的计算是基于公司有形资产净值，它包括当年所挣的净现金流。由于公司 B 从经营中创造了价值，它为资本提供方所带来的实际回报，既包括了当年创造的额外现金流（相当于上市公司的净税后收益和红利支付款），也包括年末的价值增值部分（基于公司未来预期现金流的市场定价）。当两个数据当中的一个是建立在对未来业绩预期的基础之上时，这种方法计算的投资回报率还能被大家信任吗？要想使这种投资回报率数据具有相当的可信度，这种预期业绩必须建立在非常客观的判断之上。不过，上市公司的投资回报率同样包括了基于预期业绩的资本升值部分，所以，这里所呈的方法也是上市公司使用的标准方法。由于培育价值是任何一家公司的经济目标，因而，必须考虑到资本升值，才能准确地计算投资回报率

股权实际投资回报率的计算

在前面的例子中，我们计算了已投资本（包括负债和股本金）的实际投资回报率。非上市公司的所有者还要关注股权的回报，计算方法类似上述案例所示方法。要想计算股权的实际投资回报率，这里的“投资”和“价值”应该包括年初和年末计算的市场价值，“净现金流”则是指可以计到股权所有人账上的钱（包括利息费用但不包括负债本金的收付款），而必要“回报率”则是股权资本的贴现率。在第7章，会进一步详尽探讨已投资本与股权的话题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

只要公司所借资本的回报率高于其税后净成本，那么，公司股权的实际回报率就要高于它的已投资本的实际回报率。相对于已投资本回报率而言，对股权实际回报率有影响的关键要素包括：盈利水平、税率、负债成本和股权成本、资本结构中债权和股权的相对水平以及资本结构的预期变化（如果有的话）。非上市公司所有者及其财务总监每年都应该评估这些变量，因为他们需要评估公司业绩、增长潜力和更长期的资本需求，以便确定能使公司长期投资回报率最大化的资本结构。不过，为了做到这些，所有者还应该看看自己个人的回报需求、财富规划、投资组合和风险承受程度，外加他们的多元化和流动性需求。尤其是非上市公司的控股股东，应该极力追求能够使他们个人财务目标得以实现的资本结构。当他们的非上市公司投资没能实现自己的理财需求时，他们应该考虑把公司卖掉，把资金投到能实现其需求的其他投资方式中。

债务融资如何影响投资回报率

不同负债水平的利弊如何？投资人如何找到最佳负债水平？把负债融资描述成“财务杠杠”的确是非常形象，因为债务资金能够使所有者撬动或增加其股本金回报。不过，问题是这种杠杠效力也能降低投资者的回报。表2-6用一个例子解读了负债是如何影响股权回报率的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

表2-6　资产负债表　（单位：千美元）

投资者正在考虑 3 种资金结构，A、B 和 C，来为其公司提供 1 000 万美元的资金。假设利息成本是 10%，所得税率是 40%，股票价格是每股 1 000 美元，注意：在不同的息税前利润水平之上的这些资本结构，公司的每股利润（EPS）会如何变化

净经营资产		负债和股权			
		资本结构	A	B	C
		付息债务	0	3 000	6 000
		股权	10 000	7 000	4 000
总计	10 000	总计	10 000	10 000	10 000

计算基于不同利润水平不同资本结构的每股利润

资本结构	A	B	C	A	B	C	A	B	C
息税前利润	800	800	800	1 600	1 600	1 600	2 400	2 400	2 400
利息（10%）	0	300	600	0	300	600	0	300	600
税前利润	800	500	200	1 600	1 300	1 000	2 400	2 100	1 800
所得税（40%）	320	200	80	640	520	400	960	840	720
净收益	480	350	120	960	780	600	1 440	1 260	1 080
股份数量	100	70	40	100	70	40	100	70	40
每股盈利（EPS）	4.80	4.29	3.00	9.60	11.14	15.00	14.40	18.00	27.00

看过图2-1所示的数据后，投资者应该能得出几个结论。

• 由于负债的利息费用是固定的，无论盈利水平如何，都得支付。在利润低的时候，利息费用会限制或吃掉股权回报。

• 由于负债的利息费用是固定的，当利润高时，股权所有者得到所有新增利润，债权人没有额外回报。

• 负债的风险和回报都较低的特性迫使债权人（对于非上市公司而言，债权人主要是银行）把眼睛盯在抵押品和现金流上。它们必须

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在企业利润下行时保护自己有限的回报，因为它们在企业利润上行时得不到任何新增的回报。

如同图2-1所示，不同程度的财务杠杠也会带来股权回报的波动。在资本结构A的状况下，杠杆率较低，而利润在80万~240万美元的区间变动，相关的每股利润从每股4.80美元（息税前利润80万美元），到每股14.40美元（息税前利润240万美元）。不过，在负债率较高的资本结构C的情形下，每股收益的变化要大得多，在相同的息税前利润区间（80万~240万美元），从每股3.00美元到每股27.00美元。

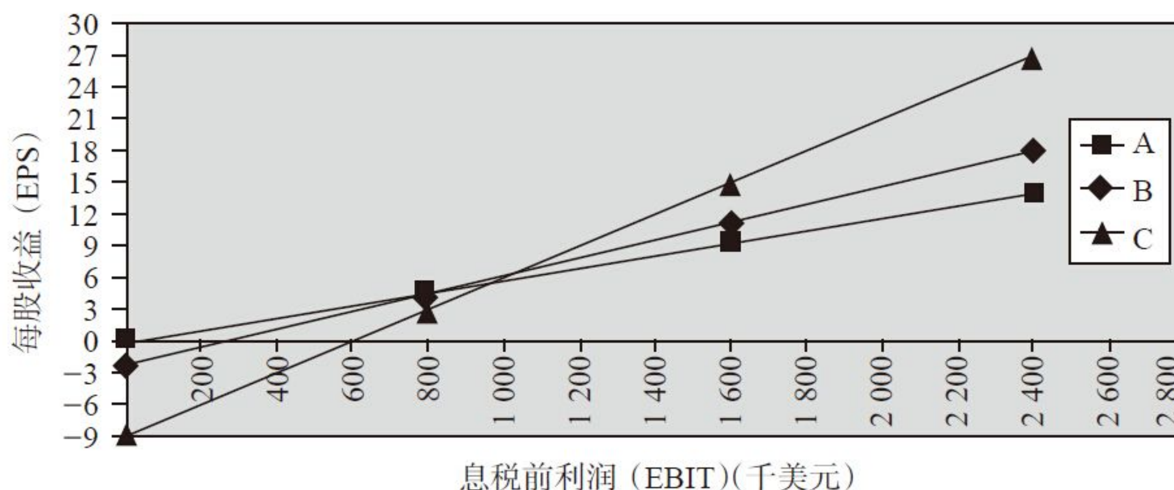


图2-1　因财务杠杠幅度的不同，产生的每股回报的渐增波动

以图解方式体现于图2-1的这种波动性，清晰地阐释了财务杠杆的风险和回报。它向非上市公司所有者强调，清晰地理解公司竞争地位的必要性：你的长期地位越强，你的利润和现金流就应该越稳定，能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

使你更多地利用负债融资。与确定性较弱或竞争能力不足相匹配的是更安全的融资方式，即，更少的负债。

快速成长的公司通常需要更多的资金进行扩张，而它们的所有者可以从市场提供的许多融资选择中获益。除了传统的负债外，还有其他方式的次级债和能提供各种投资回报组合且适合几乎所有需求的债权和股权的混合型融资。无论投资者是想要一个最低水平的固定回报、外加市场下行的保护和市场上行的获利机会，还是想要管理层在股权价值上升时分享价值的激励方法，都有相关的融资方式满足要求。在考虑到公司融资能力的情形下，每一种方式都有不同的风险回报水平与之相适应，可以满足投资者相应需求。

当非上市公司所有者在年龄、财富、流动性、掌控公司的欲望和风险偏好存在着差异时，上述的这些融资选择还是非常有益的，这些所有者通常不会局限于一种类型的资本结构。一种混合型结构可以适合多种需求，而且，当投资环境发生变化时，可以改变这种结构。

这对于接近于退休的投资者尤其重要，因为他们需要降低自己在非上市公司的投资，以便减少风险、增加投资组合的多样性和流动性。

这里需要谨记：非上市公司的所有者应该每年审视一次公司的资本结构，然后，要考虑公司的主要资本支出和再融资或所有权变化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在清楚地理解了创造性融资所能带来的风险回报后，所有者既可据此提升自己的投资回报率，也可在此过程中实现其他更好的理财目标。

提升投资回报率的经营选项

一旦理解了非上市公司投资回报率的机理之后，下一步就是设计一个改善投资回报率的战略。首先，应该谨记提升投资回报率的关键要素。

• 选项一，减少投资（现值）。在不引起回报下降或风险增加的情况下，降低用于净经营资产的投资。例如，通过增加存货周转频率，把存货所需投资金额从300万美元的市场价值降低到250万美元的市场价值，把省下的50万美元付给股东。该公司的净现金流和价值仍然没变，只是创造相同数量现金流所需资金变少，而股东获得了更多的收益。

• 选项二，增加回报（净现金流）。在不增加公司投资或风险的情况下，增加预期的净现金流回报。例如，通过改善广告效果，新增10万美元的净现金流——如果以10%予以资本化的话，会带来100万美元的新增公司价值。

• 选项三，平衡回报率（风险）。在不增加股东投资或不损害净现金流回报的情况下，降低公司风险。例如，通过引入一组能吸引更

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

多客户的产品线，公司就可以减少对主要客户的巨大依存度。通过降低公司客户集中度的行为，该公司可以把WACC资本化率由10%降到9.5%。当120万美元的预期回报按9.5%进行资本化时，公司价值增加了63万美元。

结论：可以通过降低投资、改善回报或减少风险的任何组合，提升公司的投资回报率。明智的股东会通过不断追求相关经营战略，致力于实现公司价值的升值。当然，这些股东还应该认识到，公司董事会和高管层的主要（如果不是最重要的）作用，是制定和执行能够提升投资回报率的成功战略。作为公司战略规划流程的核心部分，这些相关的战略战术每年都应该予以审视和增补。

在投资回报率及其最大化管理上，所有者普遍面临的问题和担忧

• 在计算投资回报率时，上市公司的投资者也关注已投资本的净现金流吗？专业的上市公司投资者和管理人主要关注股权净现金流，这是他们实际的所得回报。它的构成是红利和股票价值的增值部分。由于上市公司的投资者可以很容易地卖出他们的普通股投资，而且，他们一般无法影响公司的资本结构及其负债水平，所以，他们关注的是借款后的现金流而不是已投资本的净现金流（它是借款前的现金流）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

• 一家公司的实际业绩与预期业绩的比较是如何影响其价值的？就像这类论述已经解读过的，如果未来的预期利润足够合理的话，实现它们的可能性大小决定公司的价值。当一家公司的实际业绩高于或低于预期业绩时，投资者会使用这个新的信息决定他们新的预期，并最终决定公司股票的价值。所以，投资者持续地关注公司过往的业绩，但他们通常是基于未来的预期业绩，做出自己的投资决策。就上市公司而言，实际业绩与预期业绩之间的比对评估是在持续不断地进行的，投资者总是把实际回报水平和预期回报水平进行比较。

• 像技术的突破、竞争对手的出现或一个关键人物的流失等公司竞争地位的重大变化，会影响公司的价值吗？这种变化会在何时发生？在公开市场上交易的股票价值，会随着竞争要素的变化，每天都会发生波动。实际上，非上市公司的股权变化也是如此。只是人们很少注意到，甚至完全没有意识到这种变化，因为通常没人定期监测非上市公司价值的变化情况。一旦投资者意识到新的竞争信息后，上市公司和非上市公司股权价值的变化就会发生。

• 股东应该在何时关注公司对战略买家的价值和市场公允价值？对于股东而言，明智的做法是时常留意战略买家对自己公司的兴趣，了解买家可能会基于并购所获协同效益而支付的价格。当股东认为自己公司的战略地位及其竞争优势即将下降时，应该特别关注战略买家

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

表现出的购买兴趣。在那个时点上，战略买家可能有能力克服卖家面临的这种式微，为此，它们会支付一个有吸引力的价格。

• 既然较低的资本成本（反映的是较低的风险）能带来较高的价值，那么，投资者能通过增加负债来降低资本成本或WACC吗？这个问题有些理论意义，但没有现实意义。价值取决于市场将会为一项资产支付多高的价格。对于买家而言，一项资产的当期资本结构几乎没有什么意义，因为买家通常是携重金而来。因此，由负债产生的财务杠杆效益是由买家带来的，所以，不应指望买家为卖家所具有的潜在负债效应向卖家支付任何溢价。虽然债务融资不会人为地提高公司的价值，但如同本章所述，它能够增加投资者的投资回报率。

• 增长会自动地创造价值吗？许多股东和公司高管会很惊讶地被告知：当公司的收入或资产增加时，它的价值不会自然而然地出现。规模的增大不一定会带来更多的现金回报或降低风险。即便会有盈利的增长，但通常需要对运营资金和固定资产进行现金投资，这都会减少公司的预期净现金流。因此，在考虑到资本的再投资需求后，只有在增长能降低风险或创造正向的净现金流时，这种增长才能够创造价值。

• 公司的风险程度会有多大的变化，这种变化能够精确地计量吗？计算回报率的方式在第9章和第10章都有阐述。虽然这些方式的确涉及对未来预期风险的认知和判断，但把这些回报率予以量化的系统

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

做法还是可靠和准确的，尤其是对成型的企业。在中型企业市场（这类公司的销售规模从1000万美元到数亿美元），企业的稳定性要低于那些最大的上市公司，它们市价的波动性要大得多。例如，就像我们将在第9章详细阐述的，在纽约证券交易所交易的公司里，就价格波动性而言，规模最小的那10%的公司，比最大的那10%的公司要大将近50%。所以，中型市值公司的风险程度的变化也很大。对股票价值这些变化的影响进行衡量和量化，现在都有现成的信息和方法。

• 一家非上市公司的实际回报率是10%，但，根据其风险程度，它应该创造的必要回报率是18%。如果财务顾问告诉这家公司所有者，用他出售公司的收入投到一个保守型的投资组合，他仅能获得6%的长期回报率，那么，这家公司的所有者为什么要卖掉在这家公司的投资呢？假设：财务顾问建议投资退休账户，而且，预估的6%长期回报率是正确的，那么，这个所有者就应该为了下述原因卖掉公司。

（1）他在这家非上市公司的现有投资业绩不佳，因为它不是在创造价值。

（2）更重要的是，他的非上市公司是一项风险很高的投资，而且由于这种风险他非常有可能会面临这样一个结果：这项投资的价值会很快缩水。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（3）这个所有者也应该意识到：他的财富多半是集中在这项风险很高的单一投资上，他欠缺一个面临退休的人所应该具有的多元化投资。

（4）他在非上市公司的投资缺乏流动性。如果他在这家公司的股份不足以控股，那么，缺乏控股权及变现能力的不足，不仅降低了他投资的价值，而且也使他管理这笔投资的灵活性受到局限。

• 有些成功的非上市公司的所有者避免借债，因为他们“不想为银行支付利息”。这种态度有危害吗？虽然我们阐述过慎重使用负债能增加股权回报，但主要的危害还不在于这个所有者不愿意借钱。更重要的是非上市公司的所有者要认识到，所有资本都是有成本的，都应该带来回报。股权资本不是“免费的”，投资者实际上应该就股本金为自己支付一个每年一度的回报。相反，股权的风险程度要远远高于债权（可能至少要高出3倍），它必须挣出一个必要的回报率，或者这个所有者应该在其他地方寻找更具吸引力的投资。

[1] 原文为“The companies’ actual net cash flow returns for the current year were $750 for A and $1,100 for B”，疑有误，应为“The companies’actual net cash flow returns for the current year were $0.75 million for A and $1.1million for B”。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

价值创造战略之分析

可以通过使用被称为杜邦分析的投资回报率工具，检测一家公司价值创造的过往业绩和未来的潜力。在一个世纪以前，为了跟踪检查杜邦公司多元化投资的业绩表现，该公司的研究人员研发出来这个分析工具。杜邦分析把利润率和资产周转率视作计算资产回报率的标准因子。

杜邦公式涉及两个因有潜在误导性而受到抨击的会计指标——“回报”和“投资”。它使用的收益和投资这两个会计指标，都是建立在账面价值上的，而面值这种计量方式可能扭曲业绩和价值的评估。不过，只要做一些适当的调整和慎重的解读，杜邦分析还是有助于辨识和量化价值动因，并最终制定出能够改善投资回报和创造价值的战略。

杜邦分析找出了标准因子：利润率和资产周转率，用它们导出净运营资产回报率，如表2-7的公式所示。

表2-7　杜邦分析

利润率		净运营资产周转率		净运营资产回报率
$\frac{\text{已投资本净收益}}{\text{销售额}}$	×	$\frac{\text{销售额}}{\text{净运营资产}}$	=	$\frac{\text{已投资本净收益}}{\text{净运营资产}}$

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

利润率（也称作销售回报率）是通过比较收益与收入来衡量基于销售金额的利润率。为了这种分析目的，应该剔除非经营性或非经常性项目的收益或费用。利息费用（扣除了所得税收益影响的）应该加回到收益里，以避免融资成本影响经营业绩的分析。所得结果就是公司的已投资本（I/C）净收益，即标准化的税后但融资成本前的净收益。改善利润率的策略包括增加收入或减少费用。要想追求这些目标，就应该把经营管理聚焦在利润率的价值动因（见表2-8）的分析上。

表2-8　利润率的价值动因

价值动因	利润表科目	价值动因	利润表科目
市场 客户 广告和推广政策 销售量 定价	销售额	仓储渠道成本及其效率 营销、广告和销售成本 行政管理政策及其成本	经营费用
生产能力 生产效率 产品设计 原材料选择和成本 劳动力成本 间接费用及其利用率	已售产品成本	税收属性 税收策略 税率	所得税

在为改善盈利能力而评估相关职能领域时，管理层应该求助于战略规划及其优势、劣势、机会和威胁（SWOT）分析（在第3章有进一步的阐述）。这些SWOT分析有助于分辨和评估如何在这些职能部门做某些改变，以实现改善公司盈利能力的可能性。多数经理人和股东都清楚收入的增加或费用的控制与盈利能力之间的关系，以及这些努力如

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

何能带来价值的创造。但没有几个人看到了资产使用效率（称作资产周转率）的重要性。这个价值模块聚焦于已用资本（对应于已经创造的销售量）。这里的相关改进可以通过下述策略取得：相关收入增幅要高于相关资产增幅，或相关资产降幅要大于相关收入降幅。然后，这种概念性的目标可以通过改善下述主要资产的管理来实现：应收账款的回收周期、存货周转率和固定资产周转率。表2-9展示了涵盖总资产的主要资源及其功能。

表2-9　资产周转率的价值动因

价值动因	资产负债表科目	价值动因	资产负债表科目
客户数量 行业惯例 授信政策 收款程序 折扣和抵扣 信用损失风险	应收账款 收款周期	供应商数量和采购话语权 行业惯例 付款政策 现金流量 折扣与抵扣 可用信用额度	应付账款 累计应付 付款周期
供应商能力 采购 / 搬运 / 仓储成本 客户忠诚度和断货风险 生产条件 渠道能力 过季风险	存货及其周转率	当期和预期产能 生产和调度效率 仓储和渠道效率 资金掣肘 供应商能力及其可靠性 自制或外购的取舍	固定资产及其周转率

在为改善资产利用效率而评估这些项目时，管理层应该重新回到SWOT分析，认真考虑公司的内部能力和外部环境，确定哪些项目有改善业绩的可能性。

在传统的杜邦分析里，作为百分数衡量的利润率乘以资产周转率（以周转次数表达），得到资产回报率。这个回报率（以百分比表

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

示）在这里受到的礼遇要逊于传统分析采用的回报率，原因是它依托的“回报”和“投资”是基于会计指标。在聚焦价值时，应该分析旨在改善利润率和资产周转率的当期策略和新拟策略，以确认它们对投资、净现金流和风险的影响。决定净现金流的因素是销售量、经营利润率、税率以及对运营资金和固定资产的投资需要。在战略优势和劣势一定的情况下，风险会在SWOT分析和公司竞争地位里得到反映。这种风险最终量化于资本加权平均成本（WACC）——它反映了公司调整过风险的负债和股权的成本以及两种融资方式的相对金额。图2-2概述了对价值创造进行分析的逻辑结构。在第3章，我们会阐述以WACC为核心的竞争分析；在第10章，我们会论述量化WACC的方法。

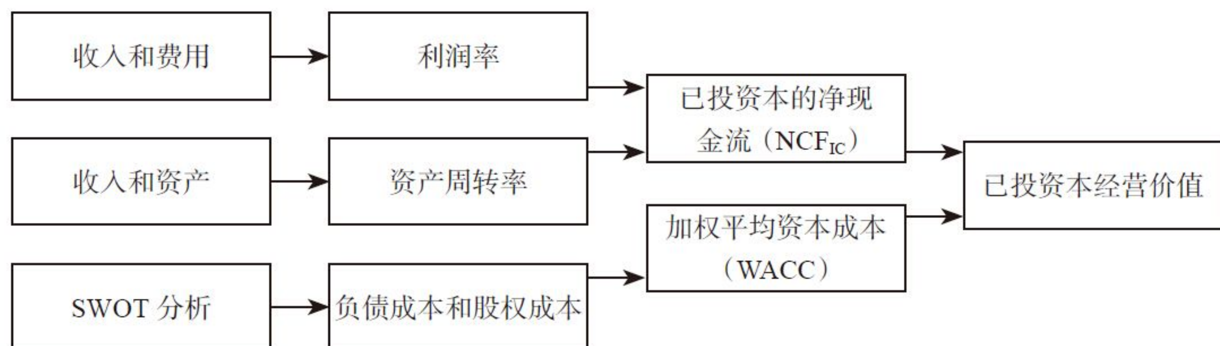


图2-2　价值创造的逻辑结构

在图2-2中，由左至右的流程图可用下述方式进行概述。

- 收入减去费用再除以收入得到的是每1美元销售额的利润率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

• 收入与资产之比反映的是使用多少资源取得如此的销售额，目的是揭示资产的使用效率。

• 利润率和周转率结合在一起得出已投资本的净现金流（NCF_{IC}），即属于债权人和股东的现金回报。

• SWOT分析考虑的是公司的外部环境和内部能力。

• 公司的债权和股权资金成本取决于它的外部环境和内部能力。

• 把公司债权人和股东享有的净现金流用WACC（债权和股权的综合成本）予以贴现或资本化，得到公司的经营价值。

一旦收集并整理出企业的这类信息，那么，价值创造的关键就是找出能最有效地改善净现金流或减少风险的那些策略。在这个过程中，经理人通常会只顾创造销售额或增加资产的行为，而忽略它们对净现金流的影响。这些增长策略通常只会徒增公司的风险水平，因为这些会使公司偏离它的核心业务或进入一个不太熟悉的市场。所以，每一项经营策略都必须量化为公司的现金流及其相关风险，同时，在考虑到特定竞争条件的情况下，管理层要客观地评估公司实施这种策略的能力。

这些价值培育的概念如何与通常称为“经济增加值”的策略相比较

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

它们相当的类似。有些经济增加值的应用需要使用一些特定的调整和方法，但相关的概念目标却总是用于促进下述经营策略的推进。

• 通过增加收入、降低费用和更加有效地运用资产，或通过这三者的一些组合，增加净现金流。

• 降低公司风险（相对于其回报而言），从而降低公司的资本成本。

至此，在直觉上，非上市公司价值创造的内涵应该是清楚了。它运用了上市公司的价值创造模型，但需要增加管理层的注意力和价值度量精度（因为没有上市股票的市场价格）。当然，这里的关键是要寻求能创造现金流和带来最大成功率的策略。要做到这两点，需要认真理解和始终关注前述有关影响风险和回报的基本要素。为了启动这个理解的旅程，我们随后会更详细地探讨如何分析公司的战略地位，以便评估和量化风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第3章　竞争分析

我们已经论证了一家公司的价值是由预期净现金流和相关风险水平决定的。为了衡量价值并管理价值创造活动，我们需要准确评估公司经营所处的竞争环境。这种评估包括分析将会影响公司业绩的外部条件和内部条件。在年度战略规划的流程里，许多公司都会定期做这项工作。不过，多数非上市公司尚未做到的是，如何把战略规划的结果与为股东创造价值的最终目标连在一起。无论是为并购活动评估公司的价值，是为改善公司经营业绩，还是为其他原因评估公司，竞争分析都是一个必需的步骤。

许多人把估值主要视作一种财务计算工作。他们会分析过往的财务状况、头寸和现金流，计算财务比率，并把它们与行业的均值相比较。基于这些信息，他们会制作预测公司未来业绩的试算表。有了这些数据之后，他们会计算出公司的价值，而且，时常对它们的评估值信心满满。

这个流程忽略了财务报表的一个主要弱点：这些报表描述的是公司财务表现的结果而不是原因。一家公司的成功通常是基于它的下述能力：以合理的成本，适当的数量和质量，及时有效地生产产品或提供服务；以具备足够吸引力的价格，对这些产品或服务进行有效的推广、销售和配送。这种成功依赖于许多外部和内部的因素，需要把这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

些要素作为估值流程的一部分进行评估。所以，对公司进行扎实的定性评估至少和定量评估是同等重要的。本章将主要论述竞争分析，评估公司的战略地位，以及公司与竞争对手在市场上竞争的能力。

测试自己公司的风险和价值动因

许多行业的公司都是按照盈利倍数、现金流倍数或收入倍数进行估值，这里要谨记的一个关键点是：目标公司的合理倍数取决于它的优势和劣势。扎实的评估能力需要把握影响这些倍数上下变动的因素。从买家和卖家的角度，分别测试一下你自己，看看你认为下述20个要素通常是增加还是减少公司的价值和相关倍数。相关答案在所列问题后面的段落里。

1. 享有很高的品牌知名度或客户忠诚度。

2. 销售集中于几个关键的客户。

3. 经营活动是建立在一个维护良好的实体工厂之上的。

4. 在一个客户基数有限的小行业中经营。

5. 为股东创造了可持续的大额净现金流。

6. 已经编制的财务报表经过审阅而不是审计。

7. 具有竞争优势，比如，技术、位置或独特的产品线。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

8. 在运营资金不足和融资能力有限的背景下经营。

9. 未来的经济条件和行业条件基本有利。

10. 公司的运营极度依赖几个有限的高管。

11. 向地域广阔的市场上的客户销售多元化的产品。

12. 销售与竞争对手几乎没有差异的大宗商品类产品。

13. 处在一个规模大增速高的行业。

14. 处在一个产能大量过剩的行业。

15. 有很高的行业门槛阻止新竞争者的进入。

16. 替代产品或技术的过时呈现出持续的威胁。

17. 在细分行业具有很强的地位。

18. 通过经销商出售产品，对产品终端用户的理解或接触有限。

19. 要么是最有效的低成本生产商，要么是效率最好的高品质生产商，要么是两者兼而有之。

20. 有与客户、供应商和雇员诉讼的历史记录。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在一个行业里，如果公司的买卖价格是其盈利水平的4~8倍，那么，这个区间就给出到了估值的主要偏差范围。上述奇数项所列的风险动因和价值动因，通常会把公司价值推向倍数曲线的高端，而偶数项的动因通常都具有负面效应，会导致更低的价值倍数。这些动因的影响力因公司而异，而具体评估则一定是主观地掂量每一个动因的分量。最后，在评估某个动因的作用时，谨记：在评估时，这种动因可能是单处于目标公司之内，但并购后，可能就被抵消了——由此，产生了一种协同效益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

把战略规划与价值培育联系起来

为了给企业提供目标和方向，公司都要做年度战略规划。在规划的第1年，公司会确定使命：除了定义公司的目标，还要帮助管理层和雇员找出那些关键的顾客，经常是指股东——公司要为他们的利益争取长久持续的经营业绩。下述文字就是一个典型的使命表述：

我们的使命是为我们的客户提供高品质的产品和服务，同时，为我们的股东提供尽可能高的投资回报，为我们的雇员提供一个安全高效的工作环境，成为我们社区的一位有建设性的企业公民。

使命的表述是有意做得很通用，而且，就像上面的例子所示，可通用于任何盈利机构。管理层和雇员应该每年对其进行重新审视，以便能准确聚焦公司存在的原因，以及要想长期持续地成功，公司应该为谁服务。

公司的这种一般性目标的表述是年度战略规划制定和完善的基础。公司战略始于董事会和高管设立的长期总体目标。在既定目标的大方向之下，这个规划流程会沿着公司组织结构向前走，每个部门都要制定各自的中期和短期目标及其实施计划——都必须与公司董事会设定的公司长期目标相一致。这些计划被提交、评估、再提交、再评估，直至最终获批。在这个过程中，既能为公司的发展廓清方向，也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

能在所有管理层级中达成一致。同时，伴随着每个层级实施计划的是财务预算——它是公司如何实现目的、目标和任务的财务表述。

在所有层面的规划流程中，一个基本的步骤就是竞争分析。这种分析的通常做法是评估公司的外部环境和内部能力，以辨别公司现有的所有优势、劣势、机会和威胁（SWOT）。外部分析主要是认真检视会影响公司业绩和竞争地位的那些外部要素，包括经济和行业的环境。内部分析考虑的是公司的能力，包括生产能力和效率，推广、销售和渠道的效率，技术能力，产品深度、品质以及现有的管理层和雇员。SWOT分析旨在定义竞争环境，以便公司在考虑到这些条件的情况下，能够辨识获取成功的最佳战略。也就是说，SWOT分析能够使管理层依据行业环境和公司的竞争能力制定战略。

在为估值做竞争分析时，应该做同样的SWOT分析。它能够辨析和评估公司是怎样运营的，即它是怎样依赖供应商和客户并与它们进行互动的，它相对于竞争对手的业绩表现如何。借此，并考虑到它所处的行业和经济环境，我们可以确定该公司所含的风险相对于竞争对手是多大。随着竞争分析的推进，我们会辨识出反映在公司财务报表上那些结果后面的原因。也就是说，我们能够弄明白，在竞争环境一定的情况下，为什么该公司的行为模式会是如此这般。而且，因为投资永远是向前看的，所以，竞争分析最终是用来评估公司的预期业绩。历史提供的是过往的业绩记录，而价值则主要是未来的函数。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在竞争分析中，要找出的要素通常都被称作价值动因和风险动因。风险动因为公司带来不确定性。价值动因反映的则是公司的优势：它们能够使公司的风险最小化，也能使公司的净现金流回报最大化。经过日积月累，辨识公司的风险价值动因，可以协助公司确立自己的战略优势和劣势。在考虑到公司竞争地位的情况下，这两种要素最终会量化于两个数值：一个是贴现率——反映公司的总体风险水平；一个是预期净现金流的预测值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

评估公司的具体风险

贴现率的推导过程会在第9章里详细阐述。在这个贴现率里，内含于竞争分析的主要元素是非系统性风险，它度量公司相对于同行的具体风险。非系统性风险通常涉及三个层面的评估。

（1）宏观经济；

（2）所处行业；

（3）公司自身。

竞争分析始于宏观环境层面。然后，它会聚焦于更为具体的点：首先是标的公司所处产业；然后，是那个产业中标的公司所处的行业；最后，在这个分析的结尾，对该公司本身做一个综述。这里分析的风险一般都是前瞻性的，因为它侧重考虑公司在未来经营活动中可能面临的各种条件。

宏观环境风险

这种风险分析始于对所有公司未来经营的外部条件的探讨。这些条件包括政治、监管、社会经济、人口结构和技术等诸因素，但主要焦点是经济形势。所涉及的具体经济因素则从一般的经济增速（国民

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

生产总值或国内生产总值）到通胀率、利率、失业率和类似的因素。公司服务的市场及其客户基数，常常决定了这种分析的宽度。例如，为一国或国际客户提供服务的公司必须考虑相关的经济形势，但，当公司客户主要是地区性客户时，州和地区的经济形势就是焦点。

有关监管、政治、文化和技术因素的分析程度，取决于这些问题对公司业绩的影响力。例如，处在医疗保健行业（监管的影响力相当大的行业）的公司，需要对这些因素将如何影响整个公司的业绩做全面的检视分析。类似地，如果预期会出现大的监管或政治变化，那么这些因素都必须予以认真考虑。对技术的变化，也应该依据它们对公司业绩的预期影响程度进行研究分析。对那些业绩增长和经营成功对技术十分依赖的公司或对那些于技术的改良特别敏感的公司，需要对相关技术要素进行更加深入的研究分析。

大多数宏观环境要素不是公司所能直接控制的，但为了评估它们对公司业绩的影响，要对所有的相关要素进行分析。

1. 行业分析

在行业层面，需要认真分析在一个选定行业里经营的整体吸引力，以及公司与竞争对手的相对地位。只要可能，一般都会对较宽泛的行业进行更具体的定义。例如，医疗保健行业可被具体定义为疗养院，然后，在这个类别里，还有与辅助老人生活相应的私人护理老人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

院。类似的行业细分可以把餐饮服务分为餐馆业，快餐餐馆与全菜单餐馆，然后，再细分到有酒精饮料类餐馆和无酒精饮料类餐馆。记住：行业规模会影响分析员做这种细分的能力。较大的行业通常都有致力于为会员利益做研究的协会或专业组织。

从行业层面延伸到公司层面的战略分析，目的是为了发掘和利用公司的战略优势，同时，使其劣势的影响最小化。最终，战略的制定和实施都必须是为了指引企业在未来获得成功。

对于战略分析，现在已经发展出了各式各样的方法论或相关框架。也许最著名的战略分析是来自迈克尔·波特的《竞争战略》[1]，它为对手和行业结构的分析提供了一个框架。这包括进入障碍和新进入者威胁的分析，谈判地位和客户/供应商的影响，以及替代产品或服务的威胁。波特阐述了几种基本战略形态，包括品类领先、差异化和聚焦，代表了公司可以在行业里采取的不同的战略定位。

行业分析的目的是甄别和分析行业要素将会如何影响公司的竞争力。由于这种分析是前瞻性的，所以，它是在确定了公司的战略优势和劣势的情况下，分析公司未来可能的业绩。这种战略分析应该认清“定位”的概念——这种“定位”的基础是产品的多样性、市场的各种需求、进入机会以及它们之间的利弊平衡。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

基于这个模型，波特随后发表了许多文章，包括他的经典之作：“何为战略？”在这篇文章里，波特讨论了“重构战略”问题，阐述了成熟公司以这种方式重新定义战略的挑战：

对于多数公司而言，最初的成功要归结于它们独特的战略定位（取舍明晰）。在这个阶段，所有的经营行为都与那个定位高度一致。然而，时间的流逝和增长的压力导致了定位的懈怠——最初几乎毫无察觉。通过一系列新增的变化（每次似乎都有些察觉），许多成熟公司都逐渐放任自己与竞争对手的同质化。这里的问题不是过往定位已不再有效的公司，它们的挑战是要重新开始，就如同一个新的进入者那样。这里所谈的问题是一个普遍的现象：成熟公司得到的是平庸的回报而且缺乏明确的战略。通过产品种类的不断增加、服务新客户群体的力度加大以及对竞争对手行为的模仿，这种公司失去了自己明确的竞争定位。典型的情况是：这种公司效仿许多竞争对手的产品线、经营行为和发展目标，把大多数客户群作为销售对象。

有一组方法能够帮助公司重构战略。首先是认真审视它已经做了什么。多数一流公司的内核是独一无二的。我们可以通过回答下述问题，辨识这种内核：

- 我们的产品或服务类别中哪些是最有特色的？
- 我们的产品或服务类别中哪些是盈利能力最强的？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

• 我们的客户中哪些是感觉最满意的？

• 哪些客户、渠道或季节是最盈利的？

• 在我们的价值链里，哪些环节是最独特且最有效的？

随着时间的流逝，在这个独特的内核周边会逐渐生成一层坚硬的外壳。就像藤壶，必须把它们移开才能露出内层的战略定位。在不少公司，一个小比例的产品或客户创造了多数的销售额和利润。实际上，最具挑战的任务就是重新聚焦自己的独特内核，使公司的经营管理活动与其保持一致。把处在边缘的客户和产品出售掉，或通过提价或边缘化，让他们/它们逐渐退出。

一家公司的过往经历也会有启示教益。创始人的愿景是什么？成就公司产品和客户的是什么？回首过去，人们可重新审视最初的战略，看看它是否仍然有效。过往的定位能用现代的方式实现吗？能与当今的技术和做法一致吗？这种思索可能导致战略的重新构建，挑战组织重新恢复它独一无二的核心能力。这种挑战可能令人兴奋无比，可能会给组织注入信心，从而使组织做出至关重要的战略取舍。[2]

行业分析是一个实质性步骤，不仅在公司年度战略规划流程中如此，在企业估值中也一样。公司管理层必须清楚地了解下述问题：一个行业的相对吸引力；很可能会改变吸引力程度的市场及其结构特征；需要在这种环境中成功竞争的资源。做行业分析和战略规划需要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一组专业的知识。若一个企业评估师想要对公司可能的业绩做一个合理的评估，就必须对这组知识烂熟于胸。对于那些缺乏这种知识的人，在处理大的估值事宜或做并购决策之前，最好先去设法汲取一些相关知识及其内含的智慧。

2.公司分析

在做公司内部的优势和劣势分析时，要考虑进已述的外部经济和行业要素。也就是说，公司的内部评估应该反映外部环境，包括SWOT分析的内容。

一个合理的内部分析要回顾公司的过往业绩，要特别关注竞争因素——这些是财务报表上那些结果的原因。有了这种历史的视野后，公司分析就应转向对未来宏观经济和行业条件的预期上，看看这些条件可能与过往的有怎样的不同，以及公司在这种预期环境中的竞争能力。第2章阐述的杜邦分析主要聚焦于利润率和资产利用的效率，可以用这种分析预测未来的业绩。应该从利润率和资产效率的角度，评估公司的每个主要功能领域：采购、设计/生产、推广、分销、销售和一般管理。要对每个业务领域进行这种分析，以便评估出公司的投资回报。最后，这种回报应该量化成已投资本的净现金流，把回报率量化成资本加权平均成本（WACC）——这些都是决定价值创造的要素。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在评估收入时，要按产品线做收入分解（这里要反映在外部条件和内部优劣一定的情况下，它们的预期规模和预期价格）。影响公司净现金流的要素包括销售成本、经营费用、所得税、固定资产以及运营资金的筹集。也必须把这些要素放在公司内部能力和外部环境的背景下进行评估。此外，也应该在竞争的背景下，评估公司的相关能力（包括采购、设计/工程、生产、财会和数据处理）。对下述要素进行的定性评估，要反馈到由杜邦分析衡量的指标里：公司历史、人员、产能、与竞争对手比拼的技术以及在行业分析里辨识出的要素。借此，既可以评估公司预测回报值的实现能力，还可以评估公司面对各种竞争的可能风险。

这又把我带回到了SWOT分析（在前面评估外部要素时我们用过）。不过，现在要对内部的能力和局限做一个检视，以分辨出公司的竞争优势和竞争劣势。这些内部优势和劣势的分析结果（在外部机会和威胁的背景之下），可被量化为支撑公司战略规划的相关预测数据。然后，战略规划中反映内部和外部不确定性的风险，则被量化为公司的回报率或资本加权平均成本——WACC。

[1] Michael E.Porter,Competitive Strategy(New York:The Free Press,1980).

[2] 这段来自迈克尔·波特在《哈佛商业评论》的文章“何为战略？”的摘要。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

非上市实体经常面对的竞争要素

如同将要讨论的，传统的财务分析包括流动性、经营活性、盈利能力和清偿能力等几方面。在第2章的杜邦分析中，我们把盈利能力作为利润率和资产周转率的函数进行分析。财务杠杆衡量的是公司用负债融资的程度。常常与财务杠杆一起使用的是利息覆盖比率——比较公司收益或现金流与公司必须支付的固定债务利息的各种比率。而流动性比率则是衡量公司用流动资产支付流动负债的能力。这些因素影响所有规模的公司，无论是上市的还是非上市的。

下一组要素（将会在第9章进行更详尽的探讨）通常对非上市企业特别重要。企业的买方和卖方必须认真区分每个要素对独立公允价值的影响和对投资价值于战略买家的影响。在这些要素中，许多在评估目标公司独立价值时会是战略性劣势，但一旦这种公司被收购、并成为较大企业的一个分部时，这些要素的劣势属性就会消失。

- 缺乏资本通道。
- 所有权结构和股权转移都有局限。
- 公司的市场份额和行业的市场结构。
- 管理的深度和广度。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

- 在关键知识、技能或人脉上，对某些个人有严重依赖。
- 市场推广和广告能力。
- 产品和服务的宽度。
- 采购的话语权以及与经济规模相关的问题。
- 客户过于集中。
- 经销商和供应商的关系及其可靠性。
- 分销能力。
- 财务信息和内控的深度、准确性和及时性。
- 跟上技术发展脚步的能力。
- 设施条件和面临的资本支出需求。
- 保护知识产权的能力。
- 外国竞争的日益威胁。
- 诉讼问题、环境问题和不利的监管问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

财务分析

财务报表分析是为了有助于把握趋势、确认公司的资产和负债，并把公司的财务业绩和状况与其他类似定位的公司进行比较。财务分析通常是把公司的财务和经营比率与行业里一组足够类似的同行的相同比率进行比较，通过强化公司经营的评估（相对于行业总体的经营业绩）助推估值流程。在需要时，行业的财务标准值可以从以下途径获得：行业协会、纳税申报数据库、授信专业人士协会、（需要把经营报表提交给政府机构的）特别类似的公司或其他类似的途径。公司财务业绩最常见的指标有流动性指标、经营活性指标、盈利能力指标和清偿能力指标。

流动性指标

流动性比率衡量流动负债到期时，用流动资产偿还流动负债的质量和充足率。两个常用的流动性指标是流动比率和速动比率。

流动比率（current ratio）是公司付息能力或偿还流动负债能力的指标。一般而言，这个比率越高，流动负债被偿付的保障就越高。在一个特定公司流动性的分析中，流动资产的构成和质量是一个关键的因素。流动比率的表达公式是：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

$$流动比率=\frac{流动资产}{流动负债}$$

速动比率（quick ratio）的定义是流动资产减去存货再除以流动负债。它是一个更加保守的流动性指标，表现一家公司的流动负债被其流动性最好的资产覆盖的程度，因此，存货被从分子中剔除。这个比率是现金及等价物，加上应收款项、待摊费用和其他资产，除以流动负债。速动比率的计算方法如下：

$$速动比率=\frac{流动资产-存货}{流动负债}$$

应付账款账期（days in accounts payable）衡量的是一家公司付款的平均日期。这个指标表示的是一家公司的短期信誉和短期融资在多大程度上依赖商业信用。它的计算方式如下：

$$应付账款账期=\frac{365\times 平均应付账款}{已售商品成本}$$

经营活性指标

经营活性比率表现的是公司的经营水平（通常是以收入表现）与维持经营所需资产之间的关系。有几个指标可用于分析企业运用资产的效率及企业经营业务的有效程度。一般而言，较高的比率表示较高的经营效率，因为这说明只需较少的资产就可以使企业的经营保持在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一定的水平。这些比率使得人们可以评估企业在这些方面的经营表现。

就应收账款而言，两个经营活性指标分别是应收账款周转率和应收账款账期。这个应收账款周转率（receivables turnover）衡量的是1年内应收账款的周转次数。应收账款的周转率越高，收入确认和现金收取的时间就越短。应收账款周转率的计算方法如下：

$$\text{应收账款周转率}=\frac{\text{收入}}{\text{平均应收账款}^{\ominus}}$$

⊖注意：在这些比率里，“平均”反映的是到分析截止日的一年期，企业资产负债表上这种金额的平均数。

应收账款账期（days in receivables）是衡量公司在回收所挣收入方面成功程度的另一个指标。这个数字表示的是应收账款未收回的平均天数，衡量公司在应收账款回收方面的有效性程度。一般而言，在外天数越多，应收账款被拖欠的可能性就越大。类似地，它可以表示本年度履行的合同的平均期限更长了，而且，从确认收入（按回收百分比法）到开发票之日的时间增加了。它的计算方法如下：

$$\text{应收账款账期}=\frac{365}{\text{应收账款周转率}}$$

存货周转率（inventory turnover）衡量的是公司存货管理的有效性，方法是计算平均存货被转换成应收账款或现金的年度次数。存

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

货周转率的计算方法如下：

$$存货周转率=\frac{已售商品成本}{平均存货金额}$$

存货天数（days in inventory）衡量的是商品处在存货状态的平均天数。这个比率衡量短期销售潜力。如果它高于行业标准，就意味着公司储有过多的存货。如果它低于行业标准，那就表示公司可能没有足够的资源满足需求的变化，结果会失去业务。与只有产成品的零售公司相比，在具有三阶段存货（即原材料、半成品和产成品）的制造类公司，这种计算要复杂得多。存货天数的计算方法如下：

$$存货天数=\frac{360}{存货周转率}$$

运营资金周转率（working capital turnover）是公司销售额相比于所拥有运营资金的指标。这个比率衡量的是运营资金的使用效率。比率低可能表示公司的运营资金使用效率不高；比率高则意味着过度交易（对债权人不利）。运营资金周转率的计算方法如下：

$$运营资金周转率=\frac{收入}{平均运营资金}$$

运营资金天数（days in working capital）衡量把运营资金转为收入的平均天数。需要的天数越少，企业使用的运营资金就越有效率。它的计算方法是：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

$$运营资金天数=\frac{365}{运营资金周转率}$$

至此，所呈的活性比率都是短期和经营性的。也有两个活性指标是长期和投资性的。

固定资产周转率（fixed asset turnover）是有关公司收入与其固定资产的指标。这个比率衡量公司长期资本投资的使用效率，反映的是有生产能力的投资所创造或维持的收入水平。在和同行比较时，必须小心慎重地考虑相关资产的购买时间。固定资产周转率的计算方法如下：

$$固定资产周转率=\frac{收入}{平均固定资产}$$

总资产周转率（total asset turnover）是有关公司收入与所持资产总额的指标。这个比率是衡量公司资产使用的效率。特别是，这个倍数表示在创造一定水平的收入时，总资产周转的次数。它是计量资产回报率的关键成分。总资产周转率的计算方法如下：

$$总资产周转率=\frac{收入}{平均总资产}$$

盈利指标

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

任何企业的经营目标都是创造利润。之所以收购公司，是因为预期它们能够盈利。价值建立于公司创造现金流的能力之上。经营和盈利比率允许我们评估管理的主要功能。至于盈利能力的评估，通行的方法有两种：①收入利润率，②投资回报率。

就收入利润率（return on revenue）而言，有不同程度盈利能力的衡量指标。毛利润率（gross margin）表现的是毛利润（收入减去已售商品成本后的利润）与销售收入的百分比。经营利润率（operating margin）表现的是营业收益（毛利润额减去营业费用）与销售收入的百分比。债前营业利润率（predebt operating margin）衡量的是息税前利润（EBIT）与销售收入的百分比。税前利润率（pretax margin）表现的是税前收益与销售收入的百分比。利润率（profit margin）衡量的是净收益与收入的百分比。这些利润率通常都列示于一种百分比报表，它会以收入百分比的方式呈现各种费用和利润。

投资回报率（return on investment，ROI）既可以量化为资产回报率（ROA），也可以表述为股权回报率（ROE）。就像第2章所述，这些指标有可能在业绩评估和价值创造上起误导作用，因为它们是以账面价值计量收益和投资的。

清偿力指标

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在评估公司的长期风险和收益前景时，分析它的资本结构很重要。评估清偿力可用的指标有利息覆盖率、杠杆率和财务困境比率（distress ratio）。当由负债投资所产生的回报率高于负债成本时，财务杠杆能使公司为其股东挣出额外的回报，但如果业务需求下降的话，负债成本会以固定费用的方式产生额外风险，对公司的盈利能力产生负面影响。利息覆盖率衡量公司支付债务利息的能力，而杠杆率衡量公司资本结构中债务的金额，财务困境比率衡量公司破产倒闭的风险。无论衡量公司的偿债能力，还是计量公司内部的杠杆程度，这些指标都是相当重要的。

利息覆盖率衡量公司付息的能力。最常用的比率是息税前利润除以利息费用，通常称为利息保障倍数（times interest earned）。这个比率衡量公司履行利息支付的能力。这个比率越高，公司付息的能力就越强。较高的比率也可能意味着公司有更大的负债能力。

$$利息保障倍数=\frac{息税前利润}{利息费用}$$

杠杆（leverage）是指一家公司资本结构中的负债金额。资本结构中的负债金额越大，公司所具有的杠杆程度就越高。较高程度的杠杆表示企业更易于遭受宏观经济变化的冲击，如果公司股权的当期价值恶化，意味着债权人面临更大的风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

负债率（debt ratio）的计算方法是用公司的总负债（包括流动负债）除以总资产。这个比率计算的是在总的资金盘子里债权人提供资金所占的百分比。这个指标有助于确定公司的负债能力，以及公司总资产的融资中所需的负债金额。这个比率越低，在发生清偿事件时，债权人的亏损金额就越小。

$$负债率=\frac{总负债}{总资产}$$

总负债与股东权益之比（total debt to equity）的计算方法是用总负债（流动的和长期的）除以股东权益。这个比率表现的是债权人提供的资金与所有者提供的资金之间的关系。它表现的是股权所有者向债权人提供的保护程度。这个比率越低，说明股权所有者提供资金融通的资产百分比越高（相对于通过使用负债这种外部融资而言）。

$$负债权益比率=\frac{总负债}{总权益}$$

另外，它还可以基于总资本进行计算：

$$负债总资本比率=\frac{总负债}{总资本（负债+权益）}$$

这些比率分别衡量公司的流动性、盈利能力和杠杆率。有一个工具能把这些分析指标的关键要素组合在一起，以评估公司陷入财务困

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

境的风险。由爱德华·奥尔特曼（Edward Altman）研发的Z-Score是一个著名的财务困境预测模型。在评估一家公司所处的财务困境程度时，可以使用5种比率，而且，每种都被赋予一个权重。所用的加权平均数如下：

1.2×（运营资金与总资产之比）+

1.4×（留存利润与总资产之比）+

3.3×（息税前利润与总资产之比）+

0.6×（股权市值与负债账面值之比）-

1.0×（营业收入与总资产之比）

大于2.99的分值最好的，低于1.81的分值则意味着很大的破产风险。

小结

财务分析的目的是通过把公司的当期业绩与过往业绩和行业的综合数据进行比较，得出有意义的结论。不过，即便是在同一行业内，公司与公司间有偏差也是可能的，但这种偏差不一定就是问题的表现。因为不是每个公司的产品线或服务组合都一样，或资本结构都相

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

同。也不是行业里的所有公司都是处在演进和发展的同一阶段。在多数情形下，在目标数据与行业综合数据之间会出现一些差异。

最后，财务报表反映的是过去的结果，不是未来的潜在业绩。财务分析是为了搭建过去与未来的桥梁，通过聚焦核心问题和关键机会，以求改善企业的未来价值，同时，做好并购流程的准备。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

结论

虽然企业估值涉及许多财务计算，但它主要不是一项财务行为，尤其是估值目的是为了并购时。这种价值评估必须考虑到企业的竞争环境。这种竞争分析应该类似于年度战略规划所做的SWOT分析。通过这种调研分析，公司的战略优势和劣势得以辨析和评估，从而能够为公司确定最佳的成功战略。在这个过程中，必须计算公司的独立市场公允价值和它对战略买家的投资价值——并购后目标公司的竞争定位通常会发生巨大的变化。在第9章和第10章，我们阐述了把这些竞争要素量化为回报率的过程；在第11章，我们描述了把这些竞争要素量化为倍数的方法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第4章　并购市场和规划流程

为了在并购活动中赢得高效，买方和卖方都应该熟稔常见于并购活动中的词汇：规模（volume）、条件（terms）和趋势（trends），以避免被媒体报道的并购交易所误导。对于涉及非上市公司的并购交易，一般只是报道一些有限的内容，如所有权变动、出售价格或战略目标。人们通常能听到的都是那些最大的并购交易，涉及的都是大型上市公司。但这类交易仅占整个并购交易活动的一个小的比例，不能代表整个并购市场。下面将陆续呈现的统计数据（载于2009年版的《并购统计评述》（Mergerstat Review）），为我们理解这个并购市场提供了很有价值的背景信息和前景展望。就像这个信息刊物的简介所言："《并购统计评述》所涉及的正式转让的股权都具有下述表征：公司股权转移的比例不低于10%；收购总价不低于100万美元；交易中至少有一方是美国公司。"[1]

就像图4-1显示的，美国并购活动的活跃度要比经济周期稍稍滞后一点。在整个20世纪90年代，无论数量还是价值上，并购活动都呈现出稳定和大幅的增长；始于2001年的衰退期间，这两个数值是一路下滑的，于2003年又开始反弹，只是到了2008年才再次开始下降。

图4-2显示了非上市股权卖家的重要地位——这类交易量占总交易量的百分比，从1990年的40%增长到2000年58%的峰顶。除了2003年稍

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

微回调至46%以外，2001~2008年，非上市股权卖家的交易占了交易总量的50%~55%。很明显，最密集的并购活动集中于非上市公司这个群体。依据《并购统计评论》的数据，2000~2008年平均交易总价是大约在1.55亿至3.53亿美元之间，但这类交易的中位值是2100万~3600万美元。中等市场的规模在图4-3中表现得更加清晰：在近年的所有并购交易中，2/3的购买价格都不足1亿美元。事实上，在2002年和2003年，这个级别的并购占比高达78%！就非上市股权卖家而言，2004~2008年，平均的收购总价是6600万美元至7600万美元，收购总价的中位值是1500万~2400万美元。

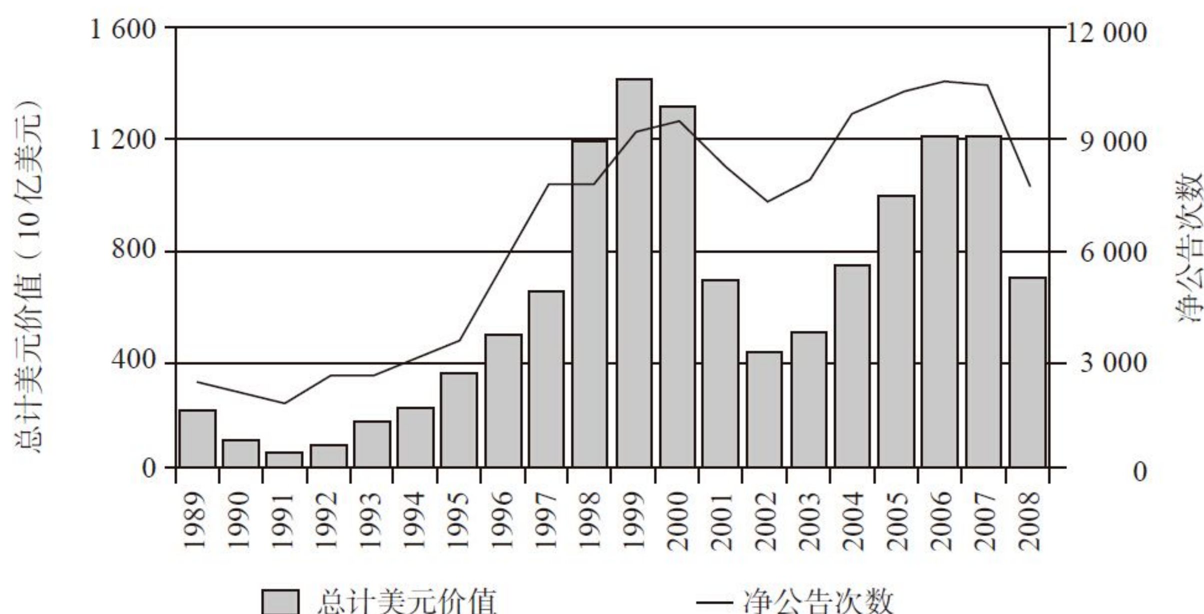


图4-1　并购趋势（1989~2008年）

资料来源：Reprinted with permission from FactSet Mergerstat,LLC（www.mergerstat.com）,p.1.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

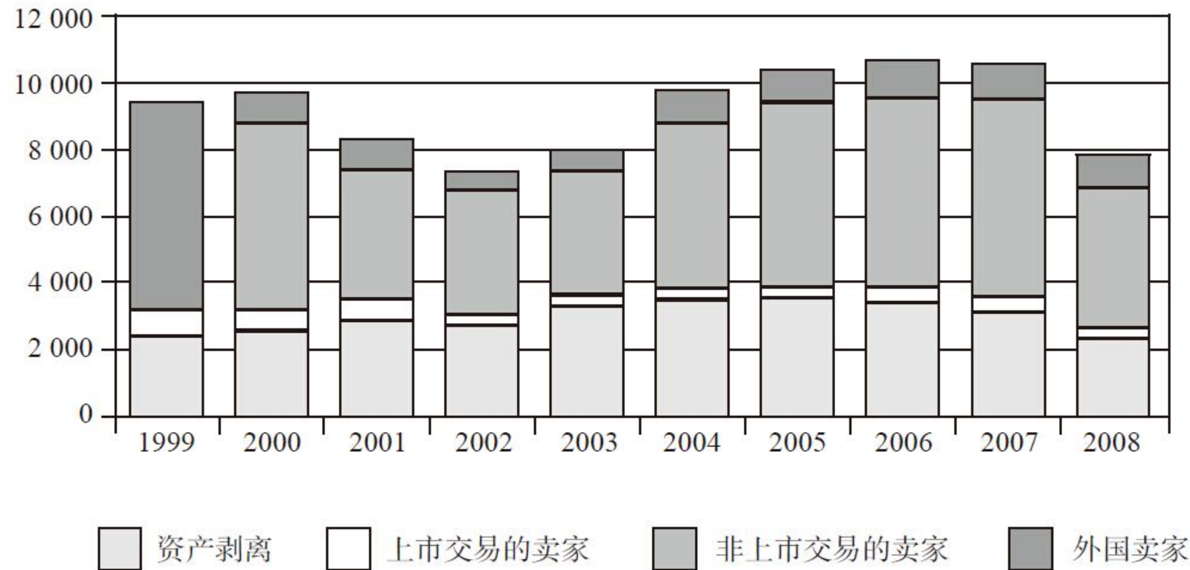


图4-2　并购净公告的组成结构（1999~2008年）

资料来源：Reprinted with permission from FactSet Mergerstat,LLC（www.mergerstat.com）,p.9.

对于非上市交易的卖家，这个信息来源谈到他们出售企业的两个动机。首要和最多的理由是企业缺乏接班人。第二个理由是市场对公司产品或服务不断增长的需求，企业为扩张需要更多的资源而出售公司股权。

对于上市公司和非上市公司的并购，《并购统计评论》还提供了这些活动的定价信息，表现形式是并购成交市盈率倍数的中位值。很明显，这些倍数随着并购规模而逐渐变大，并且以现金支付的倍数，通常会低于以股票方式支付的倍数，或以股票、现金和负债的综合支付方式的倍数。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

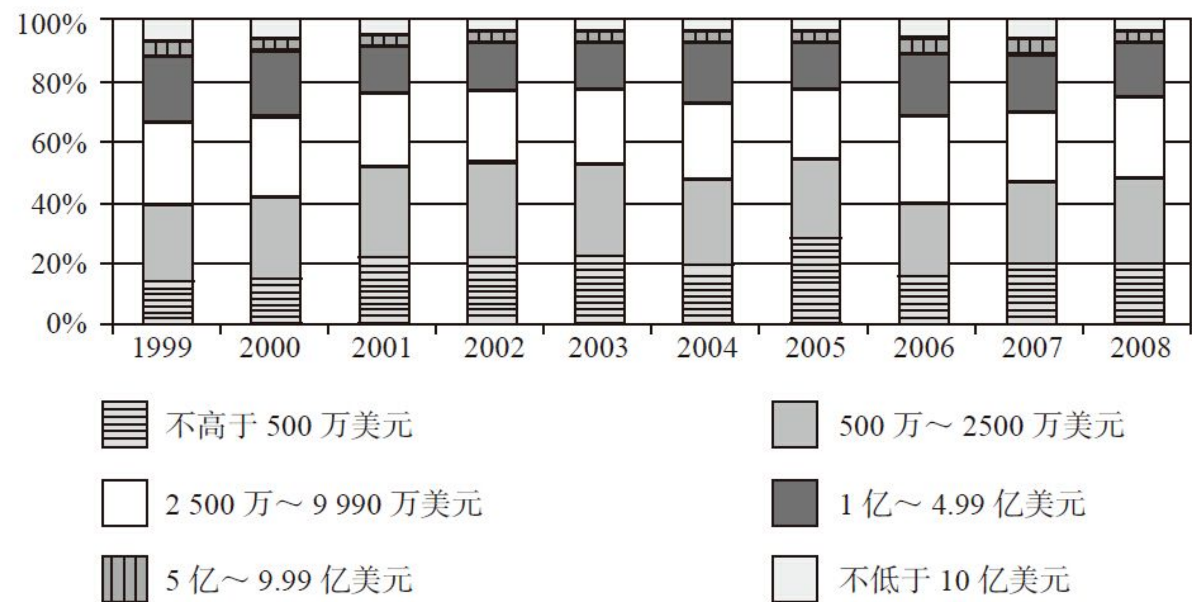


图4-3　并购净公告收购总价分布（1989~2008年）

资料来源：Reprinted with permission from FactSet Mergerstat,LLC（www.mergerstat.com）,p.11.

图4-4揭示了近年来更加流行的付款条件。这种现金支付方式的增加，伴随着股票和一些组合支付方式的减少，表现出市场越来越多地意识到这些支付方式的风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

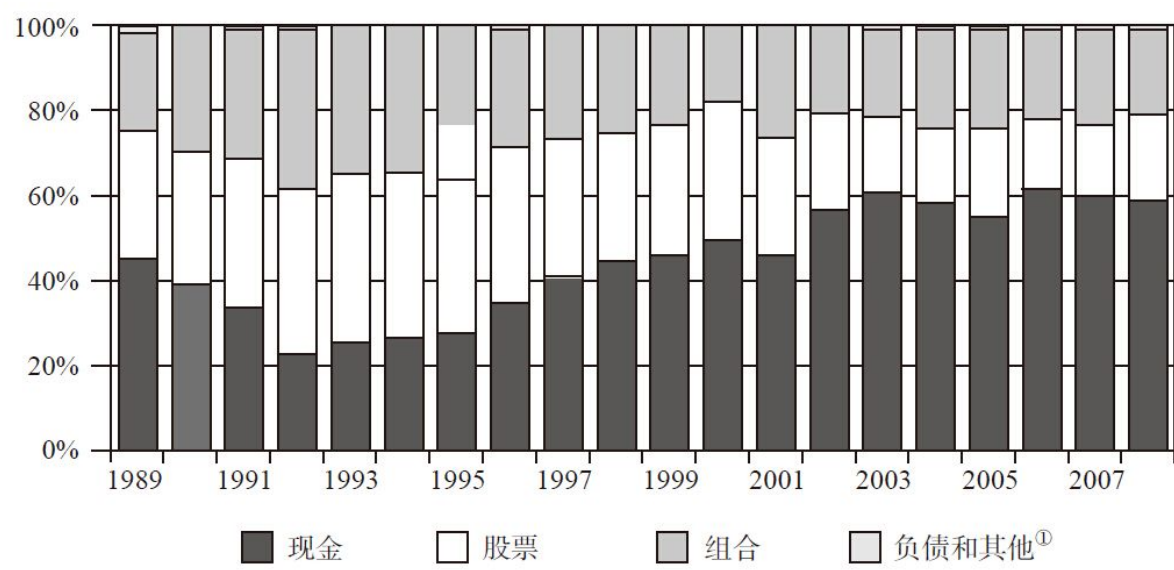


图4-4 支付趋势（1989~2008年）

①其他包括股票期权和认股权证

资料来源：Reprinted with permission from FactSet Mergerstat,LLC（www.mergerstat.com）,p.15.

虽然这类公司并购交易所得到的曝光率要低于上市公司，但已有的并购数据明白无误地强调了美国经济中，非上市公司和中等规模公司的重要地位。鉴于这些公司的交易涵盖了并购交易的大部，那么，这类企业的买方和卖方的所有者和管理层一定要懂得如何衡量和培育公司的价值。

[1] Mergerstat®Review 2009（Santa Monica CA:FactSetMergerstat,LLC,2009）p.x.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

买家和卖家的常见动机

知晓交易对方为何考虑并购交易，会让你占有一定的先机。这种信息既有益于评估自己在未来谈判中的地位，也有助于构建适合于对方财务、战略和控制人目标的并购提案。

卖家的常见动机

• 个人渴望离开，原因多半是年龄、健康状态欠佳、家庭压力和职业倦怠。

• 企业所有者的财产规划之需。

• 缺乏接班人，也包括家庭成员和所有者之间的冲突或关键人才的流失。

• 未来发展对额外资金的需求。

• 业绩出现疲态或下滑表现、或难于获得增长所需资金。

• 战略劣势的浮现，而作为一个单独的企业又无法克服。

• 市场或行业环境促成了很好的出售价格。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

买家的常见动机

- 扩展产品线或区域市场。
- 争取更好的成长机会。
- 通过增加收入或降低成本，提升盈利能力和现金流。
- 增强竞争优势或降低竞争劣势。
- 相比于通过内部发展，更快地获取所需的技术或能力。
- 阻止竞争对手进入这个市场。
- 更好地运用富余资金或管理能力。
- 为使风险最小化而进行的多元化扩张。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

并购为何失败

由于美国的多数并购活动涉及的都是非上市公司，所以，有关买家在这些并购中的成功数据十分有限。当涉及上市公司时，相关的信息就会多很多。在《协同效益陷阱：为何公司在并购中败北》（The Synergy Trap:How Companies Lose the Acquisition Game）这本书里，作者马克·赛罗沃（Mark L.Sirower）对这些并购交易的结果进行了详述。除了深度的分析之外，本书还对美国并购业过去多年的表现进行了概述总结。[1]并购失利的原因有很多，当然，原因会因具体交易和所涉环境而异。最常见的原因如下。

- 所付价格太高。这通常是由于没能清楚地区分目标与投资这两者之间的差别。如果所付总价超过了目标公司未来预期回报的现值，那么，即便目标公司是一家业界最好的公司，这笔投资也会成为一笔糟糕的投资。

- 来自高管层做成交易的压力。这通常是由于高管层快速完事或做面子工程的愿望，而没有对并购交易会对公司价值产生的影响做深度分析。

- 过度渲染了协同效益。对预期收入的增加、成本的下降、经营效率或融资效益，进行了过于乐观的评估。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

• 没能就经营活动进行及时的集成。由于协同效益的成本在前面就支付了，这些效益必须及时地实现，以便产生收益、创造价值。

• 未能准确地评估客户的反应。新组合的公司可能会逼迫一些客户去寻找不同的供应渠道，以避免从一个已经成为竞争对手的那里购买，或避免过于依赖一个供应渠道。

• 未能考虑到第1年负面的协同效益。合并（merger）或收购（acquisition）常常会引起混乱，包括名称的改变、额外的监管要求、紧张的股东关系、负面的公众认知对消费者的影响或关闭设施的影响以及遣散费和关闭设施的成本，所有这些都应该量化为并购分析的一部分。

• 没能评估和确认目标公司独立的市场公允价值。对于缺乏公认市场价值的非上市公司，买家可能仅仅关注投资价值，包括协同效益，而忽略了目标公司较低的独立价值。

• 战略的不一致性。可能是战略互补性的评估出现了偏差。

• 尽职调查不足。在合并之前的阶段，战略规划的不足、对价值动因及风险动因的评估欠妥或赢得谈判的压力盖过了理智的决策。

• 公司文化的不兼容性。缺乏沟通、不同的期望和相克的管理风格，所有这些都导致了执行力的虚浮。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

• 从现有业务分心。没能预期到或没能对竞争对手对并购的反应，做出有效的反击，外加没能聚焦于现有业务，以及收购方或目标公司关键人才的流失，对公司的盈利能力产生负面影响。

• 风险分析的不足。这个问题将在第7章予以专门讨论。它涉及的问题包括：没能严格地评估并购交易成功的可能性、或没能考虑到公司未来管理的慎重需求。

在许多相关的文章里，作者都把并购活动糟糕的过往表现归结为下述因素："首席执行官的狂妄自大"、为了增长而增长的欲望、缺乏经验、感觉过于良好的公司董事或股东。对于非上市公司并购的成功资料虽然很少，但在中等规模的并购交易中，很多同样的问题还是存在。此外，对于下列问题也存在着不小的误读：在并购活动中，价值到底是什么？如何对它进行小心细致地衡量和分析？

[1] 一般的结论是：对于收购方而言，超过半数的上市公司并购都是价值摧毁型；对于卖家而言，却得到了溢价之利。Mark L.Sirower,The Synergy Trap:How Companies Lose Acquisition Game(New York:The Free Press,1997).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

公司出售的策略和流程

就像我们讨论过的，若买家和卖家想在并购交易的谈判中获得成功的话，就必须学会从对方的角度理解交易。要做到这一点，需要认清对方的财务动机、战略动机和个人动机，以及对方的谈判流程。在第6章，我们将从企业所有者的角度，对这个问题进行详尽的论述。当然，出售公司只是企业所有者退出企业的许多选择中的一个。随后，我们将首先阐述在一项交易发生以前，卖家通常应该遵循的步骤。

步骤1：弄清楚无为的潜在后果

多数卖家都没有出售公司的经历。正是由于缺乏出售经验，外加间歇性出现的不想出售的情绪，使得公司不可能对这项工作有充足的准备。由于卖家缺乏销售流程的经验，通常会低估准备不足的后果。在绝大多数情况下，卖方都把公司的出售等同于存货或住宅的销售。实际上，公司是一个复杂得多的实体（无论是财务上、经营上还是集体情绪上），所以，要想成功地完成公司的出售，需要多得多的事前准备。

面对可能的并购，无为的主要后果是丧失机会。这类闪失通常发生在前期的4个行为点上，每一个都可能对卖家产生长远且巨大的后果。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（1）没能处理好关键的非财务问题。

（2）没能找出驱动价值的要素。

（3）没能认识到时机的重要性。

（4）没能就公司的出售做必要准备。

1.没能处理好关键的非财务问题

在关键的非财务问题中，最常见的是有关“人”的问题，通常包括下述关键人群中的某个或某些人：家庭成员、其他的股东和公司雇员。在股东很少的公司里，通常都会有一个或几个家庭成员在公司工作，而且常常是在关键的管理岗位上。他们未来的经济状况和职业前景，可能会受到这种出售决策的巨大影响，所以，这些问题必须予以讨论。在这类决策中，关键的标准多半具有个人属性和经济属性，并且时常需要做出痛苦的抉择。

对于合伙人和雇员，也有可能受到这种决策的正面或负面影响，适当地考量这类个人及其经济后果，可能是有必要的。

对于这些“人”的问题，通常的倾向是忽略它们，而且往往采取的方式是推延做任何决策。忽略问题，极少会消除问题，常常会激化问题，并且在随后的日子里，最终必须面对它们时，选择的余地多半会变得更加狭窄。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2.没能找出驱动价值的要素

企业的高管常常忙于应付公司的各种日常的挑战，以至于那些价值最大化目标（论述于第1章和第2章）都无法进入他们的视野。如果日常不关注是什么驱动长期价值，特别是忽略相对于独立价值的战略价值，那么，很有可能会错失重大的出售机会。除非把年度战略规划与价值创造联系起来，否则，管理层就会时常置驱动价值和投资回报率的工作于不顾。

3.没能认识到时机的重要性

无论公司还是行业，都会经历成长、发展和其他变化的自然历程。其间，公司的战略优势和劣势，可能会被逐渐改变。近期在全球范围内的产业整合、放松管制和全球化趋势，是仅仅几个我们必须认识到的重大外部因素——它们可以创造一次性的能够使回报最大化的机会。无视这些因素不仅会导致一个绝佳机会的丧失，而且它还会使公司丧失竞争力，或使公司最终仅余有形资产的价值。

4.没能就公司的出售做必要准备

因为公司是一个时刻处在运营之中的实体，加之需要面对不断变化的竞争环境，所以，它们很难在一个较短的时间里获得一个理想的出售价格。要想利用公司的优势并使其劣势最小化，提前一些时间进

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

行规划是很有必要的。忽视出售的必要流程，常常会使公司陷入规划不足的恶果。

结论是：在公司出售的问题上，疏于准备肯定会导致机会的丧失或被迫接受较低的出售价格。事前的规划和聚焦于价值的运营，是制胜的不二法宝。

步骤2：找出关键的非财务问题

就像在上一节简述过的，关键的非财务问题通常是有关人的问题，如有些涉及其他股东和雇员，有些牵扯家庭成员或亲朋好友。通常的情况是，能使买方满意的解决方案，会带有负面的经济后果。当面临这些问题时，要清醒地意识到：这时所做的某些相关决策，是没有经济合理性的。一个有益的做法是，把这些涉及公司出售的问题，分为不同的类别，比如财务问题、战略问题和人事问题。然后，就每类问题设立标准和目标，最终形成整体的系统计划。当股东们试图用财务指标衡量人事问题时，通常的后果就是耽搁和延宕。

一个常见的例子是，当把所有权的传承和管理权的传承相混淆的时候，这种困境就会出现。前者处理起来比较容易，而且没有什么长期的影响，只需把股份通过赠与或出售的方式转让就可以了，但后者就会复杂得多：管理权的传承需要对接班人的资质进行慎重的评估，而且这种转移对公司未来的业绩会有重大的影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

解决非经济问题通常涉及不同的衡量标准，需要借助专业的咨询。

步骤3：组建一个咨询团队

当企业老板开始考虑出售公司时，符合逻辑的且常常是正确的第一步，是联系会计师、律师和投资银行家。不过，在这之前，企业老板应该好好了解这些顾问的眼界和资质。这些人可能是忠诚的，对公司日常事务也是称职的顾问，但他们可能缺乏正确处理公司出售事宜的专业知识或经验。税务与法务的咨询很关键，所以，无论是内部或外部的顾问，都应该把并购交易的日常业务掌管起来。同时，也要意识到，由于并购的结果是这些顾问会失去一个客户（他们所服务的公司被出售后，作为一个法人实体就会消失），因而，这些受托顾问可能会把他们不愿意看到并购发生的愿望，带到企业出售的决策中来。虽然这并不意味着他们不会提供适当的咨询，但卖家需要的团队是充满了激情和主动性的团队，是下定决心去实现目标的团队。

其他的外部顾问应该包括一个估值顾问和一个交易中介。估值和交易的顾问服务一般都是由一方来提供——通常是一位投资银行家；要考虑这些顾问能为并购交易带来什么专业技能。这种中介可能在出售流程中起很大作用，但几乎不懂估值。这会给卖家带来不良后果，可能会使它无法得到有关下述问题的最好建议：为公司的出售制定价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

值最大化的策略，或如何取得一个尽可能高的售价。另外，这个估值顾问也可能没有任何并购经验或行业人脉（这在某些类别企业的出售中十分重要）。

就独立性而言，当估值顾问和交易中介不是一个人或不是来自同一家公司时，这个估值顾问的工作仅仅是提供价值评估和基于估值的战略规划。在这种情形中，估值顾问是为了获得一定的咨询费而提供一种具体的服务，没有可能因公司的成功出售而得到一笔佣金。因此，有这种估值顾问协助的买家或卖家会信心大增，来自这种估值分析师的报告会比较公允和独立。一般而言，如果公司的盈利能力越强，在获取售价的最大化方面估值和交易顾问的帮助就会越大。在这种情况下，因为许多价值都是无形的，所以，老道的顾问至关重要。对于盈利能力较差或业绩表现不佳的公司，它们的售价往往基于有形资产的价值，通常不需要什么增值性的经纪服务。

与内部提供的这种服务相比，独立估值顾问提供的服务价值，通常要大得多。公司的财务总监可能认为，作为一位财务专家，他有能力做出一份像样的估值报告。但别忘了，这些技能需要经年的积累。由于这些内部专家，通常都陷入公司的日常经营之中，在评估关键竞争要素时，他们可能会失去宏观和行业视野。在估值和分析的过程中，经验不足的评估师，也常常难于辨别独立市场公允价值与投资价值的区别。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

行业环境也会影响对交易顾问的需求和选择。对某些企业而言，最大的挑战莫过于找到一个或若干个合适的买家。在其他情况下，最大的挑战却是评估出最合适的买家或哪个买家能够支付最高的价格。无论哪种情况，交易结构和谈判技巧才是至关重要的。

就像将在第15章论述的，卖家必须坚持不懈地把注意力放在企业出售所得的税后现金收入上。就企业出售方式的构建问题，顾问可以提供许多可选方案，目的是尽可能地从众多形式中，找到回报最大化的方式。

这里，税务咨询很重要。随后，可能还需要向卖家提供投资咨询服务，即如何利用出售公司得到的收入进行投资。

步骤4：辨识可能的替代机会

一旦找出关键的非财务问题并予以妥当的处理，而且组建好专业的顾问团队，那么，卖家的下一步就是要找出替代买家的方案。这些可能的替代方案包括：

- 出售给外围买家；
- 出售给集团内的买家；
- 通过赠与的方式转让；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

• 通过一个遗产方案转让。

就达成企业所有者的财务和非财务目标而言，这些替代方案都有各自的利弊。自然，它们都携有各自不同的风险回报，需要与顾问团队充分探讨。但要认识到有些企业所有者的最重要的目标可能是非财务的，这些必须进行充分的探究和讨论。特别是在涉及家庭成员的企业，要对新管理团队之下的公司竞争能力进行公正的评估。若钦点的接班人是一位不愿意接班的家庭成员，那么就应该事先处理好种种棘手的问题，以防将来的尴尬。还要认识到，有关个人问题的决策可能带有很严重的经济后果。虽然企业所有者有权力做这些决策，但他们必须意识到它们对销售价格、对整个公司及各个股东将要产生的影响。

步骤5：替代方案的准备和财务评估

找到可能的替代方案后，顾问团队应该就每个替代方案的财务影响进行更加仔细的评估。这些评估的内容包括以下几方面。

• 出售准备中的法务问题评估。这种“法务审计”应该包括审阅公司章程、股权证书、转让限制、资产所有权、知识产权的所有权和保护、已有的合同、租赁和负债契约及正在进行的诉讼。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

• 通过计算独立的市场公允价值和投资价值，评估出售给一个战略买家所能得到的可能利益。在评估其他股权转让方式的财务结果时，应该考虑协同效益的溢价。

• 做好公司出售的准备。企业估值需要找出影响公司价值的最大驱动要素，并从这一点认真考虑出售的时机。在目前，经济和行业的环境可能都不理想，或公司正在实施一些能够改善公司竞争地位的短期策略，以使公司的售价最大化。准备的时间可以从几个月到1年，记住要有足够的时间让老板调整企业，能使它以最佳的状态出现。因此，在迈进出售流程之前，卖家应该计算公司独立的市场公允价值，并评估针对每个潜在买家的投资价值，以便获得最好的出售价格和条件。

• 重估税务问题以及伴随每个替代方案的税收选项。再说一遍，在清楚卖家的非财务目标的同时，无论收入结构如何构建，他应该关注的是来自出售公司的税后收入。

• 决策要坚定且要坚持不懈地执行。一旦明确了个人问题并处理好，而且顾问团队找出可能的替代方案（包括每种方案对个人和财务的影响，以及要获得理想价值的必要步骤），那么，就可能做出较为明智的决策。在这一点上，企业所有者应该接受这个决策，因为绝大多数方案都会有不足之处，最好的方案也极少能实现所有的目标。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

• 不要优柔寡断。在中等规模公司这个群体，企业家和相关人员常把公司及其成功与个人感情融为一体，所以出售公司的决策时常会涉及情感问题。就定义而言，出售公司并不意味着失败，即便是公司一直处在业绩不佳的状态，也并非如此。它是一种决策，目的是为了实现一些个人和财务目标。如果是以合理而系统的方法去实现这些目标的话，它实际上也是一种健康的财富经营管理形式。

• 为公司的出售做准备。在这种准备和销售流程里，很多细节都是由交易顾问操控的。这里仅提及几个事先需要注意的点。

• 夯实财务报表的可信度，尤其是对确实盈利且资产负债表健全的公司，更应如此。不要让买家对公司所报业绩有任何质疑的理由。请一家著名的会计师事务所，为公司做过去5年的财务审计报告，还要为买方的尽职调查准备详尽的支持性文件。

• 整理公司。清除过往坏账、过时存货、无用的厂房设备以及会引起质疑或会妨碍出售的非经营性资产。清掉或有负债，解决悬而未决的法律问题和监管问题。在外在形式上，把公司打扮打扮，比如，从厂房设备的维修养护到粉刷和园林绿化等。

• 保守机密。在与关键人物谈判续约合同或非正式协议，以便留住他们时，要保证公司出售的秘密不被泄露。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

• 依靠中介。通常，谈判的过程是漫长而困难的，需要经历艰苦的讨价还价过程。卖家一般都不想在这个过程中过早地亮出所有的谈判筹码。应该由一家中介来掌控最初的几步，使卖家到谈判流程的最后阶段出场，也就是在最需要的时候，让真正的主人把控定夺。

步骤6：制作出售说明书

在销售流程中，有一个关键的步骤是制作公司出售说明书（selling brochure或offering memorandum）。这份文件通常要呈现公司的战略规划，包括公司的长期经营目标和目的。一方面，这种出售说明书应该脚踏实地，并在买家挑剔的眼光之下能够自圆其说，另一方面，它还要致力于阐述，公司作为一个并购对象的最有利和最现实的一面。

一份准备良好的出售说明书，不仅仅是呈现目标公司和所属行业的详情，它还能使买家深刻地了解，卖家于特定行业环境之下的战略地位和发展潜力。此外，它还应该展示管理层的战略规划能力，即为业绩和价值最大化的目标，制定前后一致且着力有效的战略的能力。

当然，出售说明书的一个更大的目标是，清晰地表述公司作为一个并购候选对象的战略优势，以及能够转移到买家手里的流程、技能和特有的经营体系。注意，在这些字里行间穿梭的未言之意应该是：潜在买家无法承受错失这次并购机会的代价。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一份公司出售说明书的构成如下：

- 概要；
- 公司介绍；
- 市场分析；
- 业绩预测；
- 交易结构和条件。

1. 概要

老道的并购人士都会认为，一份出售说明书最关键的部分就是概要。为了抓住潜在买家的注意力，概要需要提供一个有说服力的例子，说明为什么本公司是一个有吸引力的并购对象。在仅仅几页的篇幅里，这份概要应该阐述公司的历史和当前的市场地位、主要提供的产品和服务、技术能力及其成就、最近的财务表现。必须强调公司的战略优势，特别是收购方能够怎样利用这些优势。虽然是描述性的，但好的概要是一份有效的推销文件，能够把公司作为一个并购目标的吸引力表现得淋漓尽致。

2. 公司介绍

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

出售说明书的这一节通常是以公司的历史阐述开始，延伸到对未来业务的预测。它通常包括对下述问题的详尽阐述。

- 主要产品或服务线；
- 生产过程、能力和规模；
- 技术能力；
- 渠道系统；
- 销售和推广计划；
- 管理能力；
- 财务状况和过往业绩；
- 当期的资本总额和股权结构。

3. 市场分析

出售说明书还应包括市场分析，讨论产业和公司所处的行业，内容包括综述产业的核心趋势、新兴技术以及新产品或新服务的简介。在这种对市场的评估中，一般都要描述公司目前相对于竞争对手的地位，以及公司维系或改善这种地位的战略优势。在描述关键竞争对手

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

时，通常还要持续聚焦公司的未来，以及提升和改善公司业绩的战略。

4.业绩预测

在公司的历史和战略分析之后，说明书还要有对公司未来经营业绩的预测，包括利润表、资产负债表和现金流量表，外加支撑这些预测的假设。

5.交易结构和条件

这种出售说明书应该呈现下述核心信息：交易结构、销售金额外的任何条款的具体信息以及有关付款条件的任何限制信息。例如，注明卖家意在保留的任何具体的有形资产或无形资产、或披露买家可能承担的任何负债的界定、或卖家为交易的部分资产或全部资产提供融资的意愿。

在出售说明书之前，通常会有一封小范围或大范围送给潜在买家的初始“预告”函。这封信函会对公司进行简单的介绍，可能是实名、也可能是匿名。它只提供一家公司财务状况的概述。预告函的目的是想激起对方的兴趣，强调公司当下的地位、它如何走到这个位置以及最重要的：公司管理层自信公司能去到哪里。它会邀请潜在买家索要进一步的资料——出售说明书。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

表4-1列示了出售流程的卖家时间表，总共涉及12周的时间。应该只是把这个时间视作一个理想的目标时间——12周是非常短的时间。在这个时间表展示的出售流程中，许多步骤强调了规划和准备的重要性，以及聘用一流专业顾问的好处。

表4-1　卖家工作时间表：并购交易

制定和实施市场推广策略	征求初始投标	投标评估和详细尽调	谈判并征求最终投标	结束
∽ 采集数据 ∽ 尽职调查 ∽ 准备市场推广资料 ∽ 做标准化的调整和估值 ∽ 对候选买家进行选择和排序 ∽ 制定接触候选买家的策略 ∽ 确定买家名单并收集详尽的联系信息 ∽ 与相关方签署保密协议 ∽ 完成工作团队名单 ∽ 制作非保密性征询函，保密性出售说明书和其他市场推广资料（包括公司投资者陈述） ∽ 用非保密性征询函对目标公司启动大规模发送 ∽ 与有兴趣的各方签署保密协议并发送保密性的出售备忘 ∽ 启动信息调用流程	∽ 继续信息调用流程 ∽ 推动信息在买家和公司间流动，加速买家的评估 ∽ 选择与管理层会晤的买家 ∽ 组建资料室 ∽ 管理层会晤有兴趣的买家 ∽ 买家进行初始的财务、法务和会计尽职调查 ∽ 准备做详尽的尽职调查 ∽ 征询和接受买家的无约束性的初始意向	∽ 确定价格 ∽ 确定对价形式 ∽ 确定时间点 ∽ 确定合同条款 ∽ 确认买家完成并购交易的能力 ∽ 预估合并实体的前景 ∽ 最终几个投标人的选择及其现场尽职调查 ∽ 向有兴趣各方发送正式协议草案和最终投标邀请函 ∽ 发掘有竞争力的方法，创造新增的交易价值 ∽ 确定1～2家投标人，开始谈判流程	∽ 确定排他性 ∽ 按优先顺序，排列主要目标 ∽ 协商和执行最终协议 ∽ 公布并购交易 ∽ 备案监管文件（若需要的话） ∽ 为买家获取股东的批准（如果需要的话）	
←4周时间→	←3周时间→	←2周时间→	←3周时间→	←→其后
←12周时间→				

对于许多中等规模企业的股东而言，出售自己的公司是他们毕生做出的最大财务决策。由于处在一个不断变化的经济、行业和监管的环境之中，加之涉及人、产品、客户和技术等综合事宜，企业是一种非常复杂的实体。它们的战略地位和战略价值都在不断变化。这种价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

值很难衡量，因为企业所有者不仅应该知道他们企业的独立价值，而且，还要知晓协同效益对于战略投资人的价值。

出售机会可能会以诱人的价格持续存在。不过，更多的情形可能性是，得去主动寻找一个买家或很大的一组买家，去说服它收购自己的公司。这些目标公司要设法预见到这些潜在买家的所需所求，以便调整自己，使自己的吸引力最大化。这个过程可能需要相当的时间和适当的时机，才能够在行业或经济环境的制约中获得理想的出售条件。

谨记：以诱人的价格出售公司，需要很大的运气，更重要的是，需要认真的事前规划。不做认真的预先规划，只能加剧出现负面结果的可能性，企业股东将无法取得其部分或全部财务目标和个人目标。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

并购策略和流程

并购策略应该契合于公司的总体战略目标：增加净现金流和降低风险。在长期战略规划中，为了达成这个目标，股东和管理层会不时地面对这种选择：是继续采取内含性发展方式、还是采取外延性发展方式——并购。为了把公司推向更强的竞争定位，公司的资源必须不断地从业绩不佳或潜力不够的领域，转向业绩更好的经营领域。在这种资源的转换过程中，管理层可以把公司从现有的经营领域转向有发展潜质的经营领域或转到他人的并购之中。

收购或合并另一个企业的主要理由是，能更快地获得更多的现金流或降低风险，或与通过内部获取这些目标相比，能有更低的成本。因而，任何并购的目标都是为了创造战略优势，即为目标公司或资产支付的价格要低于通过内部发展达到类似战略目的所需的总资源的成本。

企业合并的方式

企业之间的组合可以采取众多形式中的任何一种。在收购（acquisition）的形式下，一家公司的股票或资产被一个买家所购。合并（merger）与收购主要是法律上的区别，它说的是两家公司的组

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

合，抑或是第一家公司被第二家公司吸收，称作“吸收合并”；或两家公司组建成一家新实体，称作“新立合并”。一个不那么显眼的组合方式是合资企业（joint venture）：这通常涉及两家公司组建并共同拥有第三家企业，更多地是为了实现一个具体而有限的目标。在这些策略性组合的各种形式中，紧密程度最轻的是联盟（alliance）：这是两家独立的公司为了追求一个具体目的，而采用的一种正式合作的做法，或是把一种技术、产品或知识性资产授权给另一个组织的行为。因而，就控股权、投资和约束力而言，收购这种形式所表现的强度最大、紧随其后的是合并。如果所需的约束力要弱一些，可以采用合资企业、联盟或授权方式。

规划流程应该厘清上述组合基础上的策略及其预期利益。在评估这些利益时，我们必须清楚不同类型的潜在收购可以分为下述几类。

• 横向收购。通过收购同行业的另一家公司，买家通常是为了在营销、市场和渠道上获取规模效益，以及增加市场份额和改善产品及市场地位。

• 纵向收购。通过走上游或下游，买家收购的是供应商、渠道商或客户。目的通常是为了控制一项稀缺资源或生产资料的来源、控制品质，获取进入某一特定客户群的更好的通道或取得产品链中价值更高的产品或服务。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

• 关联收购。买家可能看到了相关行业的机会，想要利用相关技术、生产流程或战略资源，服务于不同的市场或客户群。

通过第3章描述的战略规划流程，我们可以辨识公司的竞争定位，并借此设立目标，在设法使其劣势影响最小化的同时，更好地运用它的相对优势。公司的并购策略应该是这个流程一部分，只是它把关注目标锁定在能够增进收购方优势或减轻其劣势的行业和公司。把并购规划聚焦于这个目标，管理层在分析和审视投资机会时，会省下不少成本和时间。如果并购与整体战略规划不一致，不能满足这些标准，可以被更快地否决。因此，并购应该被视作企业为争取实现基本目标的、仅有的几个可选策略之一。当需要的投资或约束都较轻时，联盟、合资企业或授权协议会是更合适的合作方式。

通常，并购相比于内生性发展的主要优势是，它可以更快地达到目的。此外，收购方在向其核心业务之外延伸时，这种并购有助于降低风险。因为成熟的企业会内携一项或多项下述有利因素：

• 经营记录；

• 管理团队；

• 相关能力；

• 相关产品；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

- 公司品牌；
- 客户基础。

以内生性的方式发展新业务，可能欠缺所有这些有利因素。目标公司也可能内含短板或劣势，会降低其自身的独立价值。应该比照买家的相关能力，考虑上述这些相关因素，评估它们对买家未来业绩的影响。

并购还可以提供“反哺式的”协同效益，收购方可以发掘并购的这种协同杠杆作用，方法是把目标公司的优势和资源惠及收购企业更大的肌体之内。这些协同效益会在第5章做进一步的阐述。

并购规划

并购规划应该和公司的整体战略规划紧密相连。一旦并购规划开始游离于战略规划，一旦其与战略规划的关联性出现了混淆或定义的模糊，就得刹车！这种情况就是一个明确的警示，需要我们回归公司的基本战略和目标，审核并购是否合宜。在这个过程中，主辅目标的严格关联制约会得到应有的回报，因为这避免你在逻辑错位的目标公司上浪费资源！

步骤1：把并购规划系于整体战略规划

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

持续聚焦还意味着每个并购提案都要满足公司价值创造这个主要目标：增加公司的净现金流或降低公司的风险，或同时达到这两个目标，而且，预测和估值的内容都应该支持这个目标。

通过公司的战略规划和支撑这个规划的SWOT分析，我们可以找到公司的竞争定位（它的战略优势和劣势）。在公司的日常运营中，公司的战略管理旨在从内部提升自己的优势、消除或尽量减少其劣势、并最大限度利用市场机遇。企业的组合，无论是收购、合并、联盟、合资或授权，一般都是用来实现同样的目标，但通常会比内生的形式更快或成本更低。所以，这种并购规划是源于公司的战略规划，尤其是当目标的实现不是通过内部的自我增长，而是通过某种组合方式更有效时。收购还可以为防御目的进行，比如，为把某个竞争者拒之市场之外；抑或为了减少一个具有下述特质的竞争者：整体较弱但可被收购并能予以增强，或对市场价格具有压抑作用；抑或为了保护一项技术。

步骤2：组建有效的并购团队

并购团队的构成会影响并购成功的可能性。当团队是由来自不同职能领域（营销、运营、渠道和财务）的经理们构成时，效率会更高。由于他们会为估值流程带来不同的关注点，所以，这些专业的每个人都会为目标的实现提供不同的利益点。仅仅由财务高管组成的团

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

队，通常会忽略运营问题，而由多面手组建的团队，时常会忽略细节。因此，由背景不同和知识相异的人组成的混合团队，再加上对每个成员所关注问题的公开讨论，通常会激荡出一个更彻底和更准确的项目分析。

较大的公司会有并购或业务发展部，内部缺乏这些专业能力的公司，需要组织外部的法务、税收和估值顾问。这些外部人通常会带来额外优势，即内部团队成员可能缺乏的客观性和创造性。

步骤3：规范并购标准

并购团队的策略必须源于公司的总体战略规划，但应该使每次并购的具体目标满足这个要求并聚焦于此。通常，要根据这些具体目标制定出相关的并购标准，而且这些目标应该能提升收购方的当期战略优势，如提升现金流、管理能力、技术水平、市场优势或生产能力。大多数公司的战略目标还包括已投资本的必要回报率。这个回报应该是以净现金流作为衡量尺度，并同时关注现金流产生的时点及其预期的增长率。当经理们的报酬和这些具体指标紧密相连时，还可以提升公司日常运营与具体目标的贴近度，增强公司成功的把控力。

除业绩目标外，典型的并购标准还包括下述各项的参数指标：规模、地点以及目标公司或其产品的市场地位。例如，所要求的市场地位可能是：在既定市场中，销售额占第1位或第2位，或是行业里高品

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

质的领袖或低价格的先锋。在确定这些标准后，必须基于这些参数评估目标公司的当期和预期增长。

也要从风险承受能力的角度，对这些标准进行评估。也就是说，管理层应该考虑潜在最差和最好的结果，以及公司对下行环境的反应能力。

步骤4：比对收购方的优势，考虑目标公司的劣势

在收购标准得以评估后，不应该鼓励经理们过快地拒绝具有劣势的目标公司。通常，来到并购市场的公司，多半有一些战略劣势，从资本不足到渠道有限。这些缺憾通常降低了公司的成长速度和回报，而且压低了公司价值。但这可能会使它成为一个更有吸引力的收购目标，尤其是在买家握有解决这种问题的能力时，更是如此。所以，并购标准不仅要考虑目标公司作为一个独立运营实体时的战略优势和劣势，还要斟酌把它融进收购方的运营机体时，它的运营业绩将会如何。此外，收购标准体系还应该确定：本公司是否还要把陷入困境的公司纳入评估范畴，并确定在何种条件下，评估这类公司。

步骤5：定义搜索流程

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

收购策略还应该定义发掘或搜索流程。不太主动的公司可能仅仅考虑那些由中介带来的潜在收购目标或企业所有者正在寻求出售的公司，这种做法多半会错失很多机会，特别是那些还没有被任何其他买家考虑过的候选对象。应该定义搜索策略的信息本源和相关资源，包括对一家候选公司进行评估的最小信息量的确定。

步骤6：选择搜索标准并找到目标公司

依照合并或收购决策，为寻觅的目标设定标准。换言之，选择搜索标准。

在这类标准列表中，应该有几个主要标准。

• 行业。一般情况下，目标行业应该是与收购方目前主业所处行业一致或类似的行业。一个相关的问题是，我们仅仅是对纵向收购感兴趣，还是也会考虑横向收购。

• 产品或服务。通常，收购方钟情的是已经有了相当市场业绩的产品或服务。因此，收购方寻觅的收购目标都有较好的品牌知名度或较宽泛的产品线或服务种类，尤其是产品构成要有较高的价值含量。

• 收入。收入通常是评估公司规模的标准，而且，目标公司的规模一般要小于收购方。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

• 利润。收购方需要明确，它们是否需要设定一个理想的最低利润额，抑或可以接受亏损（参见下一个要点）——假如可以扭亏的话。在短期内，亏损的目标公司会稀释收购方的利润；并购市场往往对利润是否会被立刻稀释更加关注。在下述情形之下，负利润都是可以转正的：管理能力不足；无法为成长或工厂的改造融入资金。通常情况下，亏损可以逆转的目标公司，能够卖出一个好价钱。

• 是否考虑突然逆变的目标公司。突然逆转的情形可能包括各种情形，从最近刚刚遭受亏损到陷入破产境地。有的收购方愿意看看处在逆变中的企业，而另一些则在规则上就把它们排斥在外了。在一个卖方市场，当有许多买家都在盯着每个可供并购且有吸引力的公司时，如果愿意考虑处在逆变中的公司，对收购方会有裨益。通常情况下，对逆变类公司感兴趣的买家极少，所以，卖家对价格一般都很现实。为这种逆变公司所付价格越低，为收购方获取协同效益所提供的时间就会越多。

• 地理区域。多数买家都想在特定的地理区域收购目标公司。由于市场的全球化和贸易壁垒的持续降低，收购方对世界各地的目标公司兴趣日增。下一个扩张地方在何处的决策，应该取决于收购方的总体战略规划。

• 目标公司的管理层是否应该保留。在很多情形下，这种选择是受收购方管理能力深度的影响。若一家公司具有值得弘扬的过量管理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

能力时，它可能会寻求并购一个覆盖某个区域或产品线的目标公司。不过，增长战略应该永远和价值创造绑在一起。

当并购市场炙手可热时，并购一家经营成功公司所需价格会更高。在通常情况下，要想证明这些高价的合理性，只有通过采用盈利兑现方式（earn-out）或对赌，来平衡买卖双方的出价差异，即卖家感觉合适的（且基于未来发展前景的）较高价格与买家感觉合理的（且基于目标公司当期状况和业绩的）较低价格之间的差异。在第15章，我们会进一步讨论这种盈利兑现支付方式。

• 非上市公司或上市公司。在一般情况下，这种选择多半取决于收购行为是否与收购方的战略规划一致。

• 绝配与否。当它的产品或服务自然地楔入收购方的营销、销售、渠道体系和地理区域需求时，这种目标公司通常就是绝配。这种绝配会使并购双方的融合更快和更高效。不过，买家必须慎重，如果所付价格太高（相比于调整过风险的回报），即便是绝配，仍然还是一项糟糕的投资。

在选定了评判目标公司的标准后，下一步就是寻找预期的目标。找到目标公司的通用方法包括以下几个。

• 行业人脉。虽然有偶然性，但更多的情形却是：在理想的行业中，通过个人关系发现目标公司。当理想的目标和收购方处在同一行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

业，这种方法的效果会更好，因为这会增加与收购方有联系的公司和行业协会的数量。

• 企业中介。企业经纪人和投资银行即可代表收购方，也可代表准备出售的公司。得到这些收购标准的中介公司，有了明确的相关指引。此时，它们十分清楚什么是收购方想要的公司。收购方应该认识到，中介的使用会带来许多不合适的并购对象。这可能是两种压力的结果。

（1）中介费或服务费的主要部分只有在交易达成后才能得到，所以中介的主要目标是“让交易达成”。

（2）中介通常会制造一种紧急的气氛（比如，向收购方施压，提醒它尽快行动，避免错过交易机会）。

收购方应该抵制这些压力，提防受他人怂恿，报出高于战略效益分析和并购交易协同效益允许的价格。对于几乎所有的收购者而言，任何时候都有足够多的并购机会。买家不应该急于报太高的价，不要匆忙行事，或感觉非要做成某个交易不可。

• 寻找正确的目标。有了一个定义好的标准表单在手，收购方可以寻找和接近相关公司，确定它们的兴趣有多大。相对于请中介机构去找目标公司，这个自我寻找的过程要困难得多，但它通常能找到中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

介机构不会推荐的目标公司。通过这种搜索，可能找到意想不到的目标，可以避免与其他买家进行投标竞价。

有些企业估值专业人士和中介公司可以提供较为独特的服务：负责找出尚未进入并购市场但符合标准的公司，并与它们进行初步的沟通。购买这种外包服务的好处有以下几个。

•这种任务变成了有时间底线的合同行为，若是收购方自己做的话，则成为了一种有空则做无空搁置的事情。

•当评估公司提供这种服务时，它可以利用与目标公司熟络之便，联系其高管层，启动评估目标公司独立市场价值的流程。

•由外包的专业人士负责联系，可以使收购方在最终确定兴趣之前，回避潜在目标公司的一些不合时宜的问题。

按照常理，目标公司想要知道潜在收购方是否是一个全额付现的买家，或者是否让管理层留下。由收购方进行早期接洽，会导致目标公司询问一些这类问题，而此时买家的关注点，应该是设法获取这个特定目标的更多信息。评估师能很容易地避开或延后回答这些问题，只需说：他们此时无权回答这些问题。

步骤7：为最初的接洽流程制定指南

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

搜索策略还应该提供一种特殊指南，即如何启动与潜在目标公司的接洽。它包括对下述事宜的掌控。

• 收购方的什么人可以获得这类信息；

• 有关收购方的何种信息可以发布；

• 收购方可以讨论的战略目标；

• 允许参与的人员；

• 签署保密协议的权力；

• 要求目标公司提供的最低限度的信息。

通过使用中介，可以简化与这些信息相关的问题。这能提升双方的私密性，在多数情况下，还能加快这个流程。在采集初始信息过程中，对买家和卖家都有吸引力的选项是：买家授权对目标公司进行估值准备。作为对估值配合的报答，买家会承诺为卖家提供一份估值报告，即卖家的独立市场公允价值的估值报告。这种信息能够帮助现有业主了解自己公司目前的价值是多少，而且更重要的是让他清楚，为什么这个价值才是合适的。握有这种信息，收购方还能够计算出投资价值，包括预期的协同效益，这些能够使收购方管理层做出明智的决策，即是否进入谈判的步骤。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

步骤8：评审收购团队建议书

在并购流程里，要做的另一个步骤应该是核实谈判经理拿下交易的能力。在很多情况下，由于贴近交易，并购团队成员易于陷入情绪化的状态，失去公正性。公司可以设法使自己免遭这种现象的影响，方法是建立一个委员会，审核并购团队的提案，或指派一个资深经理负责审批。这个审核流程也是一种自我保护方法，防范并购团队成员个人卷入到交易中，导致支付过高的对价。

在这种并购规划的策略到位后，主要的挑战就是强化规范的约束。严格地审核每个提案，看是否符合公司广义的战略，然后，在公司为并购必须支付的价格的背景下，分析目标公司的预期风险和净现金流回报。在谈判之前，就确定好愿意支付的最高价格，即放弃项目的价格（因为经过风险调整的回报无法证明这个并购价格的合理性）。有了这个决策流程做后盾，收购成功的概率要大得多。

步骤9：确定意向书的主调

意向书是指各方初始的“达成一致的协议”。就主调和内容而言，意向书既可以是“硬质的”，也可以是“软性的”，推荐用后一个类别。这种软性方式是指在执行意向书时，以善意的目的考虑所有的问题，但同时认识到：可能会出现且必须随后解决的其他问题。对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

于软性意向书而言，可以在几周的时间里，用几稿就可完成。“硬质的”意向书通常要详尽得多，需要在收购/出售流程的较早阶段，进行广泛的谈判，而且需要多次修改和数周的时间达成协议。“硬质的”意向书通常像是确定了最终条款的合同书。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

尽职调查准备

作为先期计划的一部分，无论买家还是卖家，都应该为收购之前不可避免的尽职调查做准备。买家应该以意向书的方式，告知卖家它所需要的信息。卖家的这种准备应该始于出售计划流程的起步阶段，这样能方便快捷地向潜在买家呈现所有相关信息。为尽职调查所做的准备，还有助于卖家认识到买家关注而卖家必须应对的问题，以便卖家能够把公司调适成对潜在收购方更有吸引力的并购对象。表4-2概述了典型的尽职调查问题清单。

表4-2　尽职调查清单

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

A. 公司概览

——关键雇员简历和部门组织结构图（包括所有的职能部门）

——最近的商业计划书和战略规划文件

——公开的公司资料和媒体文章

——已有和拟制的雇员福利计划、合同和薪酬协议

——雇员人数（历史的和预期的）

——公司章程、细则和营业执照

B. 所有权

——股东、期权和认股权证的清单，包括份额的购买 / 授予、价格和数量

——募资历史，包括份额、价格、募集金额和日期

——概述最近的股票期权的授予情况（如果有的话），包括份额、行权价和日期

C. 历史的和预期的财务信息

——5 年期历史的财务报表（以季度为单位的数据）

——按十大客户分解的销售额（过去 5 年期）

——按产品线分解的销售额，包括价格和数量的详尽信息

——按产品线分解的经营费用

——重大会计政策的概述

——预算和营销计划（至少 1 年期）

——财务预测（至少 1 年期）

——重大资本支出分类表（历史的和预测的）

——所有审计师致客户函（如果有的话），外加管理层的复函（如果有的话）

——应收款的账龄分析以及不良贷款记录

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（续）

D. 产品和服务
——产品和服务的描述
——商业模式的描述、定价政策和销售规模预测
——当期市场份额数据
——大型供应商名单
E. 销售和推广
——按产品线阐述销售额和渠道
——销售团队效率统计和每个部门或产品线的销售计划（最近 1 年）
——广告和促销计划及预算
——当期的市场营销资料和广告样本
——网站统计数据
F. 工艺
——工艺流程描述
——工艺流程的（历史和预测）支出概述
——专利、特许、版权、品牌和专有技术的描述及其清单
——来自公司之外授权技术的描述
G. 其他
——合营公司和附属企业名单，包括相关协议
——银行贷款协议和租赁合同
——原先签过合同的公司名单和相关文件，包括最终协议草案
——外部的法务和会计团队

在中等规模的公司中，并购活动是非常多的。由于买家和卖家通常都是非上市公司，所以，这类交易受到的关注度较少，但在美国，这些交易占据了并购活动的大多数。

就并购活动的组织而言，中等规模企业在许多方面做得不是太好。许多卖家和有些买家可能终生只涉猎一次这种交易。它们可能聘请了法务、税务、估值和中介顾问，但它们拥有的专业知识或经验也有限。虽然某些行业的并购活动进行得热火朝天，但在其他一些行业，有意向的买家和卖家却难于找到理想的交易对象。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

综合本章内容所述，买家和卖家都必须理解价值和价值动因的重要性，同时，为了实现成功的并购交易，需要认真了解市场情况，要认识到预先做规划的好处。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第5章　衡量协同效益

有时，并购会给买家造成很大的价值损毁。这是并购活动内含的可怕潜在风险，每个买家都必须有足够的心理准备，时刻面对。但同时，并购行为也散发着诱人的魅力，核心盖因蕴于其中的协同效益。所以，本章将集中阐述两个问题：协同效益是什么；如何度量它。

在第4章的“并购策略和流程”一节中，我们强调了公司并购规划应该与企业整体战略紧密联系起来。本质上，这个规划应该能促使公司达成两个战略目的：更好地为资本提供者增加净现金流；使公司的风险最小化。典型的收购决策实际上就是一项资本预算决策，除了购进有形资产，收购方还买入品牌、流程和技术。资源配置的依据是预测它们将会产生的未来预期回报，当然，这种回报必须按照这项投资的风险水平进行相应的调整。

从事并购的目的应该是提升股东价值。并购可以拓展公司的产品或市场，提供新技术，提升效率或强化增长潜能。不过，这些都不是最终的目标。并购的最终目标应该是：通过降低公司风险、增加已投资本净现金流的方式，提升股东的价值。之所以在这里强调公司并购的根本目的，是因为不少收购行为常常会背离这个主旨，使经理们的行为焦点游离于股东价值之外。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

为了进一步强调这个核心点，让我们考虑这样一个问题：当一家上市公司为收购另一家上市公司而支付溢价时，让我们考虑一下投资回报率此时的内涵是什么。当Buyco公司为收购Sellco公司100%股权支付每股90美元的价格（在收购前，后者的市场交易价格一直是每股60美元），与其股东在公开市场上购买相同股票相比，Buyco公司每股多支付了30美元（50%的溢价）。对于Buyco公司的股东而言，暗含于这项收购决策的信息是：Buyco通过这次收购可以创造出高于这个溢价的价值。因此，内含于这项决策的信息是：依据管理层提供的预期协同效益的能力，公司为了股东的利益，提前支付了这个溢价。在这个情境中，为了使股东最终获益，管理层必须创造出很高的回报，以证明所支付溢价的正当性。最终的成功并非不可能，但面对如此高的目标要求（考虑到那些可替代的投资选择），必须进行严格的并购估值和分析。

除了聚焦股东的价值之外，高管和董事会成员还必须认识到，并购通常是公司自由支配的开支中最大的一种。和其他任何支出相比，这种决策通常对股东价值的影响要大得多。实际上，在公司的生命周期里，几乎没有其他的事件对公司的价值有如此迅速和巨大的影响。收购通常会使一家公司在很长的时间里致力于所选定的战略。加上当收购完成后，要想放弃被购公司是非常困难的，尤其是遇到市场的最初反映是负面时，更是异常困难。最后，由于公司通常已经为收购支付了高于市场公允价值的溢价，所以，常常不得不硬着头皮去争取很

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

难实现的协同效益——这为投资目标的实现，带来了高度的不确定性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

协同效益的衡量流程

之所以在这里强调这些并购风险，并不是想阻止人们做并购；相反，这里的用意是要让买家意识到：有必要充分了解如何以价值创造为目标，评估潜在的并购活动。

协同效益的定义

要想实现协同效益的目标，首先要清楚什么是协同效益。把协同效益定义为“一加一大于二”的业务合并或“来自合并策略和规模经济的一流集成效益”，都极不准确，也具有误导性。

在其著作《协同效益的陷阱：公司是如何在收购中败北的》，作者马克·赛罗沃给出了协同效益的定义和论述：

协同效益是合并公司业绩的增值部分，即相对于两家公司已有的预期业绩或两家作为独立公司需要完成的业绩而言，协同效益是合并公司业绩的新增部分。

当收购方能够取得来自目标公司的预期业绩时，收购策略的净现值就可以由下述公式清晰地表述：

净现值=协同效益-溢价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

用管理的术语来说，协同效益意味着合并公司的竞争表现好于任何人的预期。它意味着这些公司在竞争优势上是有新的斩获，即相对于其在竞争市场上生存所需的竞争优势，协同效益带来了更胜一筹的东西。[1]

所以，无论是收购公司，还是目标公司，它们的股票价值已经融进了投资者的一种预期，即在作为独立企业经营时，每家公司所能实现的价值新增的预期。协同效益是超过那些业绩改善预期的新增部分——这个定义使得并购的成功成为了一个更加飘忽不定的目标。所支付的收购溢价越高，这个目标达成的概率就会越低。如果内含于并购的价值创造潜力绝大多数都被以溢价的形式支付给了卖家，那么，留给收购方的价值创造潜力就微乎其微了。

这种可能为我们带来了一个需要解决的问题：甄别究竟是哪一方（买方或卖方）创造了协同效益。在通常情况下，使得合并企业内含的竞争优势（包括收入增加、成本降低或技术改进）成为可能的是买家，所以，这种协同效益的价值通常是由买家创造的。

但例外还是有的。当目标公司具有一项技术或独特的业务模式，使得买家在予以调适后注入更大的肌体之内，那么，这种“反向的”协同效益主要是由卖家创造的。虽然买家带来了更大的客户群，使得协同效益得以放大，但目标公司创造的效益和价值，远高于其作为一个独立实体的价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

协同效益之源

协同效益一般产生于5个潜在的来源：

（1）收入的增加；

（2）成本的降低；

（3）流程的改善；

（4）财务的节省；

（5）风险的降低。

1.收入的增加

收入的增加可能来自单个产品更高的销售量，通常是得益于合并实体服务于更大的市场或提供更丰富的产品线，或两者兼而有之。价格的提升可能产生于特定情形：合并实体创造了战略优势，例如，成为某项技术或产品的唯一提供商。

应该谨慎地看待收入的预测增幅。它们往往取决于外在变量，特别是客户和竞争对手的反应。这两者都是难于预测的，而且在很大程度上，它们都超出了合并实体的掌控范畴。比如，客户可能有内部规

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

定，不允许过多依赖单个供应商。还应该预测竞争对手的反应，包括它们对推出新品和价格打折等的反应。

通常，为了最大限度地利用合并公司的分销渠道，新公司会推出更多的产品或更广的服务范围，以便带来更多的收入。拓展或改进的产品线也有可能是合并公司的新业务，即收购方或目标公司作为独立实体都不曾涉猎的业务。

2. 成本的降低

和改善收入相比，对第2项协同效益之源的评估，显得更加可靠和更有可预测性。通过功能的整合，能够清理掉一些岗位、卖掉一些固定资产和节省一些间接费用。如果目标公司和收购方经营的业务和所涉及的市场比较类似的话，这种效益的规模要大很多。

要想在削减成本上取得成功，要先特别关注人员的岗位名称和会计的科目分类。因为它们在各公司之间会有差异，所以，在甄别哪些具体功能可被取消时，难度加大。需要特别警惕薪酬和工资，因为虽然有些岗位被取消了，但有时持有它们的人又以新面孔出现在不同的部门或职称之下。

3. 技术和流程的改善

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

当合并实体采用了目标公司或收购方所用的更有效的经营方式时，流程就能够得以改善。合并企业经营管理水平的提升，有些是得益于可惠及新实体的更广泛的技术或流程改善。这些改善能够带来收入的增加或成本的降低，以及效率更好的经营方式或效率更高的营销和分销体系。

4.财务的节省

作为第4项协同效益之源的财务节省经常被误读。不能把目标公司价值的提升归因于通过运用更多的负债融资而降低的资本成本。由于任何收购方都可以获得这样的效益，这种金融伎俩几乎不具备价值创造的潜能。不过，业务的整合可能会降低并购实体的融资成本，并可能在租赁条款、现金管理和运营资金的管理上提升效率。

并购实体还可能创造出一定的税收好处，比如，利用净经营亏损结转或在有税率优惠的地区注册公司。不过在认知上，收购方要小心慎重，多数财务节省之术对改善公司的战略地位不会有大的作用，几乎都算不上是并购交易的驱动力量。

5.风险的降低

如果收购方的公司规模较大，就可以使目标公司的资本成本得以降低，并消除目标公司作为一个独立实体所具有的许多风险。由于成为了市场资源较广泛的大公司的一部分，目标公司可以消除作为较小

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

公司所携的若干风险，比如，对关键人物的依赖、客户集中度问题、无法跟上技术变化和相对竞争对手的弱势地位。

[1] Mark L.Sirower,The synergy Trap:How Companies Lose the Acquisition Game(New York:The Free Press,1997,2000),pp.20,29.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

评估协同效益之关键变量

就协同效益的这些本源而言，要想评估它们各自的潜在效益，并购团队成员应该专注于3个变量——3个会对协同效益评估和价值计算的准确性产生巨大影响的变量。

（1）协同效益的规模。协同效益的价值应该量化为对净现金流的预测。它包括下述科目的预测值：收入、费用、融资成本和税收成本以及运营资金和固定资产的投资。这种预测的每个部分，特别是所有的预估改善值，必须严苛对待。在情绪上，并购团队成员必须抵制沉迷于做成交易的惯常倾向，因为这种结果大多是过度乐观的收入和费用预估值。为了准确地量化协同效益的价值，我们必须准确地估算预测中的每个科目。

（2）成功实现的可能性。企业合并的业务组合能带来各种不同的效益，有些实现的可能性很高，有时则需要很长的时间才能见分晓。例如，与目标公司董事会相关的管理费用，取消的概率是100%。相反，面对激烈的竞争，实现一定销售额目标的确定性要小很多。在财务预测中，这些差异不仅要考虑到，而且要予以注释。计算各种结果的概率（乐观值、预期值和悲观值）或通过蒙特卡罗模拟算法，都会有助于量化这些可能结果的范围区间。这里需要强调的是，管理层应该特别关注市场下行时的预测值及其结果。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（3）效益实现的时机把握。买家并购团队必须认识到，虽然并购行为是作为一个一次性交易而发生的，但其效益却需要在整个预测期逐渐累积实现，这个预测期通常都是许多年。收购的价值及其成功实现与否紧系于是否能够按照预测时间表，实现改善现金流的目的。任何延误和耽搁都会把相关现金流的实现推向未来，降低它们的现值。同时，必须抵御加速提升收入或更快节省成本的诱惑，每种预测假设所定时间呈现的挑战、与这些预测假设金额的大小呈现的挑战是一样的。迄今为止，企业并购史都充满着这样可悲的案例：为了增加一项并购案的吸引力，对并购效益进行不切实际的人为加码，导致协同价值的高估。受这种欲望驱使的并购团队，实际上是在自欺欺人。

这里需要重复强调的是：在审核预测的协同效益值时，客观性与严格的尽职调查是非常重要的。作为价值创造的独立实体，买家和卖家各自业绩的改善，都在投资者的预测之中。协同效益必须反映上述预测值之外的改善值。为了创造价值，这些协同效益的价值必须超过收购方所付市场公允价值之上的溢价。因此，每种类型的协同效益预测都必须在几个方面进行严格把关：协同效益的预估金额、成功实现的可能性以及何时会实现这些效益。对于忽略这个环节的公司，未来会给它们带来意外之痛和失望之悲。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

协同效益及其先行规划

在第4章所论述的收购规划流程中，我们强调了把收购规划与公司的总体战略规划紧密相关的必要性。在这种语境之下，每一次收购的评估都应该考虑到实现预期协同效益的可能性。马克·赛罗沃把“协同效益的基石”定义为收购策略的4要素，即要想成功地实现协同效益，必须具备4个要素。根据赛罗沃的观点，若缺少4要素中的任何一项（见图5-1），收购项目注定要失败。

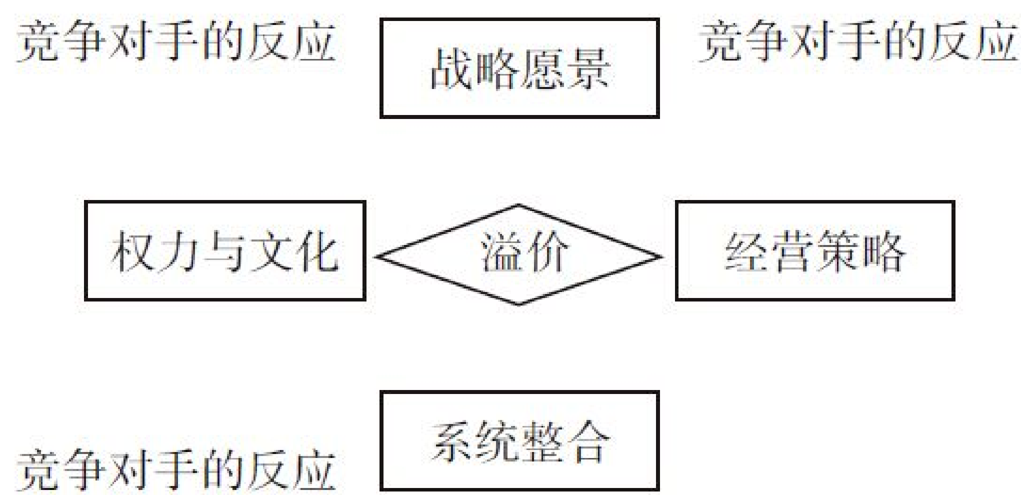


图5-1　赛罗沃的协同效益基石

资料来源：Mark L.Sirower,The synergy Trap:How Companies Lose the Acquisition Game（New York:The Free Press,1997,200），p.29.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

赛罗沃的4要素基石具体如下。

• 战略愿景。这是进行并购的目的，是收购运营计划的永恒指南。

• 经营策略。这是指经营的核心步骤，代表要想获得针对竞争对手的战略优势，合并公司所需的重要经营步骤。

• 系统整合。在维持原先经营目标的同时，聚焦于收购合并的具体实施。为了合并的成功，在收购之前，应该对系统整合进行相当详尽的规划，以便适时取得协同效益之效。

• 权力与文化。公司文化会随着收购而变化，合并实体的决策架构（包括合作和冲突的解决程序）必须予以确定和执行。整合的成功需要整个合并公司的效率，在这里，目标清晰是关键。

由于传说中的并购回报，协同效益几乎被蒙上了一层神秘色彩。但对这类回报要慎重小心，因为它们的确是个待解的谜。

企业组合能够带来业绩的改善，但改善幅度必须超过投资者原有的预期幅度，即超越收购方和目标公司作为独立实体各自应有的改善幅度。这些独立实体原本预期的潜在提升效益，是任何一个合并案必须跨越的第一个台阶。当收购方向目标公司股东支付了溢价后，合并所带来的任何效益的现值都必须从这个溢价中减去。因此，支付的溢

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

价越高，留存给收购方的潜在效益就越低。收购方还必须认识到，以溢价支付的方式，把部分协同效益拱手送给了卖家，它们自己就面临着如何实现剩余协同效益的挑战——这通常是很难的工作。

不必把协同效益神秘化，但它们必须经过严苛的论证，准确地预测，量化为经过合理贴现的净现金流，并反映于经过认真计划安排和审核的时间表中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第6章　退出规划

本书有一个基本前提：非上市公司本身就是一种投资。因此，这类公司的所有者必须持续不断地进行规划，以便培育、保护和收获其财富组合中的这个部分。在随后的章节里，我们会非常详细地阐述，如何准确地度量非上市公司的价值，但除非公司所有者能够成功地收获这种财富，否则，这种知识于他们几乎无益。

这个收获流程一般称作“退出规划”，但极少有所有者或顾问能意识到，这种收获流程为企业财富所带来的深远影响；他们也很难意识到，在实现非上市公司的目标中，这种规划对于自己是何等的关键。

为了评鉴有碍成功退出的问题，让我们首先考虑一个外部市场的挑战。并购顾问认为65%~75%的潜在卖家无法实现它们出售公司的目的，而且根据美国商务部的研究报告，在待售的企业当中，只有20%能够成功转手。这意味着实际完成出售的公司仅有5%~7%。

虽然不太被人们所认知，但公司及其所有者的内部环境对成功的退出制造了更大的障碍。实际上，面对围绕退出的相关问题和目标，所有者自己通常是矛盾的。除了公司的出售之外，他们极少能认识到，还存在着一组可供选择的退出方案。在现实中，当一个企业所有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

者想要改变某种选择时，并不意味着他或公司就能立刻准备好，并成功地实施这种转变。

品尼高股权解决方案公司（Pinnacle Equity Solutions）的约翰·莱奥内蒂（John Leonetti），总结出了退出规划的六步骤流程，并得到了实践的验证。在我们解读如何利用这个流程制定退出规划方案之前，最好让我们检视一下为什么退出一项非上市公司投资会是如此的独特和困难。如果企业所有者意识到与这项投资相伴的高风险和丰厚的回报，那么，他们就会乐意赋予更多的努力来从事方案的规划。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

为何退出规划如此困难

对于企业价值较大的非上市公司的所有者，制定一个退出规划似乎是一件不言自明的事，这应该是大多数所有者都渴望做的事。但在现实中，这种事却很少出现。虽然无法找到综合的统计数据，但许多与非上市公司所有者打交道的业界人士认为，在退出自己的公司时，极少所有者实现了他们的主要目标。这就引出了一个问题：为何退出规划会如此困难？

这个问题的答案首先在于：退出决策通常是一件高度复杂的事，而且，由于多数企业所有者及其顾问都把这件事视作一种财务决策，结果使得这种挑战的难度变得更大了。有关是否退出公司的决策，以及如果决定退出，如何退——这些涉及4个独特而相关的问题。每个都需要认真地规划，并找到实现所有者理想结果的障碍。另外，当需求和目标得到确认后，企业会发现有些会与另一些相冲突，使得所有者不得不妥协。随着时间的推移，所有者的生活环境、需求和目标也会发生变化，同时，企业经营环境也会发生变化。在某一年和某一组环境条件之下合适的规划，在不同的时间段，可能就不可行了。当一家公司有若干股东时，这些变量往往会以倍数增长，要达成一个适合于所有利益方的策略，就更难了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

好的规划始于对所涉主要问题的明确认识，以便所有者可以确认他们的需求和目标，并依据这些需求来设定目标的优先次序。在退出规划中，所有者必须处理下述4个问题。

（1）战略性的企业问题。一家公司的综合条件不仅会明白无误地影响它的价值，而且，还会影响对其他潜在买家的吸引程度，进而影响公司持续成功所需的那些东西。为了能够做出任何可行的退出方案，许多公司需要提前若干年做准备。因为对退出策略和时机有很大影响的因素不少，包括公司的规模、对关键高管或客户的依赖程度、宏观经济和行业的总体条件等。

因此，对于退出决策而言，所有者首先要集中精力对公司进行战略性评估，明确要想成功实施这种巨变必须做什么。对于某些所有者而言，这种评估非常困难，因为这需要对他们的领导力和业绩进行评估，找出其管理技能或管理团队中的短板或缺憾，并考虑他们习惯于领导的公司应该如何改变。

（2）财务问题。对于许多（如果不是多数）的企业所有者而言，公司投资的退出对他们的影响体现在下述几个方面：财富、年度回报或现金流、整个投资组合的风险水平，外加投资的流动性。退出规划可能会牵扯企业所有者离开公司，会中断其来自公司的持续性收益，抑或继续与公司在一起，并继续从企业获取某种令人满意的薪酬和福利。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在退出之前，许多非上市公司所有者的财富，多半或全部都集中在单一的非上市公司的投资上。这类投资呈现出的投资策略，从稳健型到高风险型的都有，取决于这份财富的规模、所有者可能拥有的其他投资以及所有者的年龄。同样，所有者选择的退出规划，可能会在他的回报及其整个财务的安全性上，引起或大或小的变化，这要看所有者的年龄、生活方式、生活标准和风险偏好。

非上市公司的退出规划有时也涉及这样的交易结构：未来年份的权变酬劳或买方负债的承担问题。这些决策也能对所有者的收益和风险水平产生很大的影响。这类相关问题，具有下述遭遇的所有者会给出答案：在出售公司时，采用了盈利兑现支付计划，却没有实现计划；或向其公司的购买者提供了信贷资金，但几年之后却不得不取消贷款，重新掌控此时已经残缺不全的公司。

（3）职业或工作问题。许多非上市公司所有者都极力区分下述两种关系：自己在公司的所有权或投资；自己在公司的就业问题。当所有者考虑退出计划时，他们可能选择终止在公司的就业，但在某种程度上继续保持一个股东身份，抑或结束他们在公司的所有权，但在某种程度上继续作为公司的一位雇员。

对于许多所有者而言，打造自己的公司是其人生最大的事件之一，他们不想与其脱了干系。所有者可能会考虑他在岗位或责任上的变化，但他们的工作渴望可能是整个退出规划中最优先的重点。所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

以，所有者的职业前途和目标的评估，应该是退出流程中的关键一步。为了做好这一步，所有者必须评估自己想做和不想做的工作、所有者想要做的工作量以及所有者大致想工作多久。另外，所有者必须评估自己是否愿意与他人一起工作或为他人工作，以及为自己的工作所要求的薪酬。

有些所有者容易低估其工作的重要性，以及什么工作对他们最重要。例如，有些想卸掉“作为所有者”的义务或责任，另一些则非常想对公司保持控制力。做这些决策常常要求企业所有者具有很高的反省力和认知力，即他必须意识到自己再也无法在公司扮演特定的角色了。

（4）个人问题。除了战略、财务和职业的担忧外，非上市公司所有者通常也有个人问题，并会对他们的退出决策产生很大影响。在这些问题中，有些是和他们个人所处的环境有关，其他则涉及一些对他们很重要的人物。

就个人因素而言，退出公司的决定可能有若干动机，包括企业所有者的年龄或健康状况、公司之外的兴趣、他所看到的自己在公司中的地位（声望和身份问题），以及公司本身的长期遗产问题。把多半生倾注于企业创建的所有者，会把自己等同于公司本身，会把从公司任何形式的退出视作一种巨大的挫败感。他们需要深究这些个人问

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

题，从而找出对他们最重要的东西，最终确保他们的退出规划囊括了这些需求。

就非上市公司的所有者而言，他们的生活中往往还有其他的人——最常见的是家庭成员、雇员或其他的股东。这些人的境况（比如，收入和财务安全）会受到退出规划的巨大影响。如果这种退出事件发生的话，他们有些可能会失去工作，抑或他们的雇用地位和薪酬会发生很大的变化。根据退出结构的不同，作为公司股东的其他人的地位也会发生变化。当然，他们既可把这些变动视作一种积极的变化，也可视为一种消极的动荡。非上市公司的所有者需要辨识关联度最大的利益相关人，评估不同的退出选择对他们会产生怎样的影响，然后据此来权衡其他的问题。

一旦辨识出了有关退出决策的4个问题（战略的、财务的、职业的和个人的），就必须对它们进行轻重优先排序。也就是说，所有者需要辨识最重要的财务和非财务需求，以及与退出决策相关的目标。在这些目标中，有些有着很明确的财务含义，但另一些可能没有。对于许多所有者而言，一项成功的退出决策可能无法严格地用货币来衡量。如同本章后面的6步骤退出规划流程的第2步所言，应该在两个方面定义所有者的准备就绪度，即财务上和心理上的准备就绪度。在所有者的目标列表中，有些目标会起到降低他们收益或财富的作用，但会给内心带来宁静。这就是有关非上市公司投资决策的典型之处，明

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

显异于出售上市公司股票的决策。在大多数情形下，前者是一种个人色彩很浓的决策，后者则纯粹是一个财务决策。

对于100%地拥有公司的个人而言，找到一个能迎合这4个问题的上佳退出规划，是一个很大的挑战。当一个非上市公司有着若干股东时，每个人都会有自己的需求和目标。当这些股东的差异遍布于年龄、财富、流动性、风险偏好、工作欲望和生活标准时，要想综合出能够满足相互需求的退出计划，则是一个更加巨大的挑战。

这里要强调的是：如果非上市公司所有者要想做出好的退出决策，那么，退出规划就是根本，因为这些决策会引发下述4个问题非同寻常的复杂组合：战略问题、财务问题、职业问题和个人问题。在预期的退出日期之前，认识到这些问题并确定优先顺序，会给我们带来显而易见的好处。特别是在涉及多位股东时，要想平衡那些相互冲突的需求和目标，更多的准备时间能提供更多灵活筹谋的余地。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

非上市公司投资的退出规划为何与众不同

标准的投资理论强调组合多元化、流动性充裕以及持续的风险回报分析——特别是随着时间的流逝，生活环境、需求和目标都会发生变化。因此，多数企业所有者都会聘请一位财务顾问，帮助他去实现这些目标。不过，非上市公司投资往往与这种分析无缘，因为财务顾问几乎没有下述有关的信息：这项投资的价值几何、公司创造的年度现金流回报、公司的风险水平或受哪些法律辖制以及影响流动性的其他因素。这种信息的匮乏应该引起注意，特别是在我们考虑到非上市公司投资的3个属性时，这种情况会更甚。

（1）它一般都是所有者最大的一笔投资。也就是说，对于多数非上市公司所有者，捆绑在企业上的财富，要大于他在其他方面的财富。虽然这种财富的集中度可能是合适的，但对于正在创造财富的35岁的人，会有些风险；对50岁的人，这种风险就要大很多；对于一位65岁的所有者，这种财富结构对其财务安全就是一种严重的威胁。当人们接近退休年龄时，投资理论会强烈地推荐投资组合的多元化方式，但许多（若不是多数的话）非上市公司所有者没能在其财务规划里考虑到这个问题。

（2）所有者在非上市公司的投资是其投资组合里风险最大的证券。这里假设所有者拥有上市公司的股票和债券。就像第9章详述的那

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

样，由于较小的规模、相对有限的管理、资金通道的缺乏、对关键人物的依赖以及其他因素，对非上市公司的风险水平而言，通常需要至少20%的净现金流股权回报率才算合理。非上市公司所有者的财富通常都集中在单一且风险较大的资产上。

（3）鉴于几个原因，所有者的非上市公司投资是其流动性最差的投资。没有可以快速出售这种股权的公开交易所。这种局限性被下述问题进一步恶化：多数公司无法在短期内做好出售的准备（通常要花1年的时间，才能做好销售的准备——如果能最终售出的话）。另外，出售一家非上市公司的费用往往高昂（交易费、财务费和律师费等）。

非上市公司通常非常依赖关键股东和（或）高管，他们具有一些与众不同的知识、人脉或技能，对公司的成功起到了实际的作用。在对公司的贡献上，这些因素的作用都是正面的，但在退出规划的流程上，它们的作用却是负面的。一般而言，买家是不太愿意购买业绩高度依赖关键人物的公司，除非能确定这些人在公司出售后，还能继续为公司工作一个特定的时间。对所有者而言，这会导致一个糟糕的情况：计划出售企业并于5年后退休的所有者，发现自己要有4.5年的时间必须花在这个过程中，而且，若想为公司拿到一个好的出售价格，他还必须同意在公司出售后在公司工作3年。如果他能在5年前意识到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

这一点，他就会开始培养一个管理团队，以便在公司出售时替代他在公司的作用。

通常，会出现一个或多个因素，使得退出计划复杂化。首先是公司章程或股东协议里限制股权转让的条款。这类限制的目的是为了防止不受欢迎的个人或实体获取公司的所有权。虽然这种条款提供了某种保护作用，但它们可能严苛地限制或基本上废掉了股东出售股权的能力。仅因这种羁绊存在的可能性，就很有必要每年做一次体检，审核一下非上市公司的章程和股东协议，以防万一。

当非上市公司拥有多名股东时，由于其他股东的需求和目标之故，股权转让的限制会进一步复杂化。有些股东可能反对任何所有权的变化、而自己又缺乏经济实力购买待售股权。其他股东可能反对公司通过资本化的方式购买股份，抑或利用单个股东销售股权的渴望攫取低价之利，抑或从他那儿得到其他的让步。其他股东也有可能根本就没有介入公司的任何事宜，抑或对公司或这项投资一无所知。

把握非上市公司的出售时机也是一个挑战。想在3年或5年脱手的股东可能发现，当那个日子最终到来的时候，公司或行业环境已经大不如前，致使出售价格降得很低。对于那些就出售做好准备的其他股东而言，他们可能发现，由于受限于供应商协议或客户要求，使得退出成为了一件很困难的事情——除非以相当不利的价格和条件达成协议。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

制订退出计划，不能仅从财务角度考虑。对企业所有者做退出的心理准备评估，如果不是更重要的事项，也应该是同等重要的事情。

显然，非上市公司股权的出售不同于致电经纪人出售谷歌、IBM和埃克森美孚的股份。企业所有者必须理解与这项投资相伴的公司价值、风险和回报以及非上市公司投资转让复杂化的独特属性。了解这些以后，所有者可以把其非上市公司的投资，置于其综合组合的投资规划里，以便做到投资的多元化和风险把控的合理性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

为何要现在就开始做非上市公司的退出规划

就非上市公司的退出规划，前面几节阐释了其独特的复杂性。多数所有者都没有认识到这种复杂性，而且，他们通常都不太愿意处理这类不确定性问题（这种事情实际上是他们生涯的一个主要组成部分）。除非出现紧急情况，否则，所有者们的做法往往是把这些问题推到未来去处理，所以，退出规划一搁就是好几年。

对于许多所有者而言，这种以后再去考虑退出规划的策略，往往导致灾难性退出结果，即结局通常是“3D”退出方式中的一个：离婚（divorce）退出；能力丧失（disability）后的退出；死亡（death）退出。就所有者而言，这些事件中的任何一个，通常都会不期而至，严重贬损公司价值，极大地收窄了其退出的可能性。离婚通常会使所有者在情感上受到创伤，而公平解决财产分配问题则需要现金，而且公司在最需要他出大力的时候，所有者却被离婚大战搞得焦头烂额，无暇顾及。能力的丧失既可能是所有者的健康所致、也可能是公司的健康所为。无论哪种情况，都会削减公司的价值、丧失某种或多种退出选择。死亡退出会使公司丧失其领袖或愿景，这种遗憾可能会使公司与客户和供应商的关系受到伤害，致使经营瘫痪。另外，除非已经有了遗产传承规划，否则，可能得卖掉公司，获得现金，支付应付的遗产税。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

事先规划是必不可少的，就像我们论述过的，某种或多种因素通常会使多数退出替代方案无法立马实施。无论是构建一个接班的管理团队，还是准备公司的出售，或是为退出等待一个较好的市场条件，都需要时间。一份制备良好的退出规划，都会考虑到时间问题，最大限度地减少耽搁，而且会根据所有者的喜好调配时机。

事先规划也要涵盖使所有者需求和目标发生变化的下述因素：年龄、健康、外部的兴趣、工作的欲望或其他因素。这很重要，尤其是当公司有若干个股东时，因为每个人都希望在对自己有利的条件下退出，而且对于任何想退出的股东，都一定会找到它们的市场。

就像随后讨论所强调的，好的规划通常需要一个由不同专业人士组成的团队，以及一个指挥项目运作的组长。在这个团队里，大多数专业人士通常都是聚焦于他们各自的具体任务，遇事都会产生本能的专业反应。也就是说，当要求他们去做他们要做的事情时，他们会去做这些事情。因此，结果就取决于这位项目组长，看他能否制订出一个有效的规划，并确保每项服务的提供商为实现所有者的优先目标尽忠职守。

虽然对于大多数需要规划的活动而言，5年或10年是一个很长的时期，但就退出一家非上市公司的有效规划而言，这个长度的时间窗口是必需的。总之，必须提前做规划的绝对理由，可以归纳如下：退出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

流程的复杂性、随时间而变化的需求和目标、不断变化的企业条件以及多个股东所造成的复杂性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

退出规划流程

一份退出规划是一份企业所有者有关企业退出策略的书面提纲，涉及战略问题、财务问题、职业问题和个人问题（均已论述）。此外，它还要辨识和量化财务问题、业务问题、保险问题、法务问题和税务问题——涉及转手一家非上市公司的相关问题。出售公司是一个事件，但退出规划是一个流程。退出规划是一件需要花时间做的事情，而且可能（但不是必须）包括出售企业。退出规划是围绕企业所有者的个人目的而构建。就其本身而言，这应该是在一组外部顾问团队的帮助之下，由企业所有者来完成的事情——无论企业所有者的年龄和彼时的状况如何，也不管公司处在企业生命周期的何种阶段，都应如此。一次成功的企业股权转换，需要一份思路缜密、逻辑连贯的退出规划。

企业所有者的退出规划应该是公司战略规划的一部分，因为它对公司如何发展会产生直接影响。对于企业所有者而言，与死亡和税收一样，一项无法规避的事情是：在未来的某一个时点上，他们不得不转移企业的所有权。对于这种不可避免的所有权转移，最好是精心制作一份规划，按照企业所有者的条件来实现这种转移。如同本书的开篇所言，卖家可能会在不利的条件下出售或被迫接受很低的出售价格——这些都是因为缺乏准备或没有足够的相关知识所致。此外，还会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

有更多的不利后果。由于缺乏规划，企业所有者可能被迫在不利的条件下退出，可能无力选择最有利的退出方式，结果不仅对他们自己有负面影响，而且，也不利于他们的企业、雇员、家庭甚至社区。

最关键的是，企业所有者要组建一个具有下述能力的专家团队：能够齐心协力地工作，清楚不同的退出可选方案，并引导所有者去实现最适合于他们的那个方案。这个团队[1]最好包括一位会计师、企业评估师、遗产律师、保险顾问、并购顾问、个人财务规划师和税务律师，并在这些专业顾问中选定一人，作为制定退出规划的组织者。要想做出一个成功的退出规划，需要每个顾问都带来各自领域的专业知识。没有任何一位顾问清楚所有的相关要素，能回答所有的问题，但每一位都必须有退出规划的相关经验。每种类型的顾问都有各自具体的优势和劣势，以及不同的动机。最终，引导退出规划的不是顾问的动机和目标，而必须是企业所有者的。对于退出规划制定的组织者而言，他的作用是：根据企业所有者的目标，组织制定退出规划，并协调每个顾问的规划流程。

可以把退出规划表述成一个6步骤流程，并在本章的剩余部分进行阐述。[2]

（1）通过设定企业所有者的退出目标，规划退出方案。

（2）确认企业所有者的财务和心理就绪度。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（3）辨识退出企业所有者的类别。

（4）了解和选择最可行的退出方案。

（5）推定企业具有的价值区间，并确定最适合所选方案的那个价值。

（6）实施退出策略规划，实现企业所有者的目标并确保其财富的安全性。

[1] 这与第4章论述的并购交易的顾问团队是一致的。不过，企业主应该确保这个团队的每个成员都有做退出规划的具体经验。

[2] 这个6步骤流程来自JohnM.Leonetti,Exiting Your Business,Protecting Your Wealbh(Hoboken,NJ:John Wiley&Sons,2008)建议读者阅读这本书，并访问相关网站：www.exitingyourbusiness.com和www.pinnacleequitysolution.com，以便获取有关退出规划流程的深度理解。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

步骤1：设立退出目标

就制定退出规划的工作而言，它的流程始于为企业所有者设立退出目标。随后，企业所有者可以对这些目标进行确认、净化和排序，同时，借此维系对项目流程的控制。对不同的企业所有者，这个目标设置流程都会与众不同。这个流程涉及企业层面规划的完整性，反映企业所有者在财务、职业和个人目标等方面的相关条件和需求，需要回答下述问题：

退出：你退出企业想得到什么？

传承：你的企业在没有你的情况下如何运营？

遗产：你所希望的财富归属，你想要你的企业将来怎样？

对这些问题的回答，反映了每个企业所有者的偏好。有的企业所有者可能想要从企业获得尽量多的金钱，多元化个人资产，并持续在企业工作。另外一些可能喜欢在相关人员之间把资产多元化，即把资产反馈给雇员，转给管理团队或家庭成员。在这些替代方法中，每一种都有自己的退出取舍（在退出规划流程的步骤4，有相关阐述）。

当一家非上市公司有若干股东时，它的退出规划可能会暴露出相冲突或不兼容的目标。从标准的判断而言，这种差异不能说明有任何

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

股东的“不对”。但当股东的差异太大，最好的解决方案就是让其中之一退出企业，投资别处。退出规划的一个很大的好处是尽早发现这种差异，以便有最好的机会有效地解决它。

企业的股东必须与顾问团队协同努力，制定一个具有下述内涵的书面规划：

• 找出财务和非财务目标，并排序；

• 为实现这些目标，确立企业战略、职业策略和个人策略；

• 设定一个时间框架；

• 列示退出后自己乐意做的事情。

要想做好这些，需要考虑许多问题，其中包括：

• 当你考虑退出这个企业时，你此时认为，你想通过自己的退出达到什么目的？

• 想想在20/10/5/2年之后，你希望自己在干什么？

• 为你的雇员和（或）自己的家人留下遗产，对你有多重要？

• 在你退出后，你希望谁拥有和（或）经营你的企业？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

• 谁是你的关键雇员，在你规划退出时以及退出后，你希望他们扮演什么角色？

• 有家庭成员涉入企业的经营管理吗？你希望他们在未来扮演什么角色？

• 你知道你的企业价值几何，以及在不同环境下，它们的不同价值吗？

• 在你的财富中，有多大一个比例体现在你的企业里？

• 你的风险偏好是什么？

• 在退出企业之后，你还会涉猎哪种类型的活动（企业的或非企业的）？

这些是企业所有者在设定退出目标时，应该考虑的众多个人和企业问题中的几个。这些目标必须进行优先排序，打印成文，用以指导企业进行相关的调整。在退出规划流程的起点，企业所有者在财务和心理上的准备就绪度会对退出目标产生相当的影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

步骤2：企业所有者的准备就绪度

许多企业所有者通常都是置个人需求于企业需求之下。退出规划必须把它们有机地结合起来。步骤2是设法协助确定他们退出的财务和心理准备的就绪度。

从财务就绪的角度（也就是说，从所有者个人财富的头寸角度）看，企业所有者或是指望来自退出的收入（可能是一份可以持续获得的回报或是从一项股权出售中得到的现金），去实现其长期目标（较低的财务就绪度），或他们完全不指望这类收入（较高的财务就绪度）。借助于退出规划团队的帮助，企业所有者必须厘清自己当期的财富水平、投资的多元化程度、风险偏好、收入来源、企业的运营支出、退出后的预期生活方式以及赡养伴侣和孩子的需求。

对财务就绪度较低的企业所有者而言，他们目前的财富头寸和满足未来经济目标所需的资产数量之间还有一个缺口。企业所有者需要从自己企业获取具有流动性的真金白银来补足这个缺口所需，以满足其退出后的支出，以及为满足其后代所需的支出。财务就绪度较低的企业所有者拥有的退出选择要少得多，需要更周密的退出规划。他们需要考虑使用下述组合拳：①使企业获得进一步发展，以便实现自己的经济目标；②在维持对企业控股权的同时，尽快退出部分投资，以便实现投资的多元化；③卖出企业并为企业新所有者工作；④退出之

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

后，削减预期开支。对于财务就绪度较高的企业所有者，可供选择的退出方案会更多。

从心理准备就绪度（比如，企业所有者对企业的依恋程度）看，企业所有者可能做好了退出的准备，对如何充实没有企业的日子，有了很好的计划，和（或）把这种退出视作进入人生下一阶段的健康而自然的步骤（更高的心理就绪度）。此外，他们可能深度卷入企业的日常经营活动，对企业有很深的情感依恋。除经营企业外，这类所有者几乎没有任何爱好，视企业为工作而非投资，以及（或）下意识地抵制规划退出所需的步骤。对于这类所有者而言，企业可能就是他们自己的化身（较低的心理准备）。

一旦所有者设定退出企业的个人目标，而且他们的财务和心理准备就绪，那么，他就可以开始和顾问定义自己所属的退出类型，并着手制定退出规划的其余部分。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

步骤3：退出所有者的类型

步骤3涉及给退出所有者的类型进行定性。退出所有者的类型有四大类，具体取决于每个所有者退出的财务和心理准备就绪度。确定退出所有者属于哪种类型，有助于分辨最适合所有者的退出方案，并可据此构建相关退出规划。

“实力雄厚且蓄势待发”型所有者的特点：财务和心理准备就绪度都很高。他们不仅已经准备就绪，而且具备条件开始启动这项退出之旅。他们个人对企业的日常经营影响不大，对企业的情感依恋有限；他们在公司权益之外的财富足以支撑他们的生活方式；遗产税的问题通常需要体现在退出规划里。

“富裕但仍想继续工作”型所有者的特点：就退出企业而言，具备较高的财务就绪度，较低的心理就绪度。这些所有者准备离去，但不知道除了经营企业外，他们还能做什么。从心理准备的就绪度而言，他们的介入对企业的日常经营很关键，同时，他们享受工作，对企业有情感依恋的倾向。财务上，就像“实力雄厚且蓄势待发”型所有者，他们有着足够的财富，包括企业之外的收益来源，同样，也可能面临遗产税的问题。这些企业所有者可能正在考虑从企业逐步退出的一份可控规划。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

“留守及发展”型企业所有者的特点：退出的财务就绪度和心理就绪度都较低。他们不仅没有做好停止工作的准备，而且，就维持其退出后的生活方式而言，他们还没有积累起足够的个人财富。在企业所有者群体中，他们通常有着更多创业者的色彩，大都更希望继续工作。他们的兴趣是在企业的发展上，着眼于在较远的未来退出企业，而且，会在合理避税的基础上，节约每一块铜板。

“极力退出”型所有者具有较低的财务就绪度和较高的心理就绪度。他们想以尽可能高的价格立刻退出。这些企业所有者的选择有限，仅有的选项可能就是出售他们的企业。就退出企业而言，他们在财务上没有准备好，可能还依赖于企业维系着他们的生活方式，但停止工作的愿望很高，至少是想尽快脱离目前的企业。

没有任何一个所有者完全符合这四种类型中的某一个，但可能偏向于某一种，同时具有其他类型的某种特质。在图6-1的退出象限图中，我们把退出规划流程的步骤2和步骤3放在一起，有助于表述就财务就绪度和心理就绪度而言，一位所有者会属于哪一个类型区间。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



图6-1　退出象限图

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

步骤4：可选退出方案

一旦完成了步骤1、步骤2和步骤3，企业所有者就做好了退出准备，现在可以向前一步，来理解为实现步骤1所涉目标的所有可行的可选方案。一份完整的退出策略规划，会检视所有可能的退出可选方案，确定哪个选项是帮助企业所有者达成整体目标的绝配方案。在这一点上，企业所有者会意识到，出售企业可能不是退出投资的唯一或最佳选项。就像表6-1所示的那样，有很多的退出可选方案。不过，对于一家正在运营的实体，我们通常会聚焦于5个最常见的选项：出售（sale）、再资本化（recapitalization）、雇员持股计划（ESOP）、管理层收购（MBO）和股份赠与（gift）。

表6-1　20种退出可选方案

分拆出售部分股份（Carve-out）	清盘（有选择的、有序的或强制性的）
债务再融资	再资本化
资产剥离（Divestitures）	雇员持股计划（ESOP）
牛卡计划（Dual-Class Recapitalization）	出售给家族
赠与慈善事业	出售给管理层（MBO）
赠与雇员	出售给员工和外界投资者
赠与家庭成员	出售给第三方
IPO 上市发行股票	股份回购计划
合资企业	分拆上市
杠杆资本重组	战略联盟

出售给第三方

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

当企业所有者具备较高的心理就绪度（换言之，就是想立马退出企业）但其财务就绪度为中性时，通常会出现把企业出售给第三方的情形。也就是说，这种企业所有者不仅实力雄厚且蓄势待发，而且正在极力设法以最高的价格退出企业。对于这个选项，需要理解出售交易的基本构成，以便为潜在的出售事宜做更好的准备。并购的好处已经在第1章进行了论述，而并购市场和规划流程则在第4章进行了论述。这个选项一般是立刻实现股东财富的最有效的手段，当然，这里有个前提，即这项行为能够有助于价值创造并能以最高的价格卖掉企业。通过这种方式，企业所有者通常可能得到最高的价值，但可能失去工作、放弃对企业的战略和财务控制、丧失企业未来的价值并遭遇税费问题。[1]退出所有者出售企业的所得价值，无非就是市场能够承受的价值（换言之，也就是买家能够支付的价值）。就像本章开篇所述，大约65%~75%的潜在卖家就被并购顾问列为无法出售的公司类别。这意味着：对这些企业而言，其他的退出选项会更有意义。

私募股权基金的再资本化

再资本化交易：企业所有者把企业的控股权出售给私募股权基金（PEG），从这些出售收入中拿走部分现金，并可能在经营层面继续掌控着企业。私募股权基金提供资金和管理知识，帮助企业做大做强。这种融资为公司的成长提供所需资本（仅靠企业所有者的资本金无法完全做到），抑或这种投入资金是为了满足企业的一项收购活动。出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

售股权企业所有者得到的价值，不包括任何可能的协同效益价值，但所有者会为公司未来的价值保留部分股权，并可能在雇佣协议之下继续为公司工作。对于财务就绪度和心理就绪度都较低的企业所有者（换言之，即为“留守及发展型”企业所有者），这是一种典型的退出方案。

雇员持股方案

雇员持股方案（ESOP）是一种所有权的内部转移方式，涉及把公司股权（全部或部分）出售给雇员受益信托。雇员持股方案信托是一种合规的退休计划，内容包括股权兑现时间表、最高限额以及《雇员退休收益保障法案》的其他相关规定。雇员持股计划为公司的股权提供了内部市场，为企业所有者提供了投资多元化的可能，为长期效忠公司的雇员提供了股权奖励的机会，能激励雇员提升企业生产率。此外，这个方案还提供了一种合规的退休金计划，并为公司及其企业所有者提供不小的税收优惠。此外，由于雇员持股计划的可塑性，企业所有者可以保有控股权、继续在公司工作、领取工资、仍然享受某些合理的特权，还能分享公司未来的价值。在拟退出的四类企业所有者中，有三类所有者可以把雇员持股计划作为他们的一种可选方案。整体上，雇员持股计划对下述所有者是一个有吸引力的可选方案：想通过部分股权套现一些现金的所有者（为新增流动性而实现免税性转让

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

[2]）；还没有准备退休的所有者；想要为雇员留下遗产的所有者。急于退出的所有者不可能对雇员持股计划感兴趣。

管理层收购

管理层收购（MBO）是另一种涉及所有权内部转移的退出策略。不过，在这种情形下，所有权直接出售给了公司现有的管理团队。这种退出方案有4大好处。

（1）控股权的退出可以在许多年间逐渐实现，提供了一个有弹性的交易结构和税负形式。

（2）公司的价值得以维护，因为企业经营的连续性得到保障。

（3）交易无需一个外部的第三方参与。

（4）它对助力公司成长的团队是一种奖励。

缺陷包括以下4个。

（1）雇员缺乏购买企业的现金支付能力。

（2）企业的雇主/雇员与合作伙伴之间的关系生变。

（3）可能需要把企业当作抵押物。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（4）需要与为所有者打工的人谈判。

对于财务就绪度高而心理就绪度低的所有者（即，富裕但仍想继续工作的所有者）而言，管理层收购是一种典型的可选方案。

股份赠与

股份赠与（gifting）策略涉及把所有权转让给家庭成员或雇员。这种赠与策略能够与其他策略（如，雇员持股计划和管理层收购方案）组合在一起使用，实际情况也常常是这样，即把一笔额外的公司股票转赠给雇员、继承人或慈善机构。在多数情况下，这些方法都不会给企业所有者带来任何现金流。不过，某些交易能给现有所有者带来常年收益，同时，对于那些赠与出去的资产，会有对现有所有者有利的税收抵扣优惠。如果仔细琢磨，股份赠与方法应该在退出流程的早期做，最好是在出售公司之前较早的时间点做，以便在价值提升时，那个增值的部分已经是处在所有者的遗产之外了。如果当时不是出售公司的恰当时机（比如，处在市场的下行期，或时点与所有者的短期目标不太吻合），但此时可能是做遗产分配计划和赠送股份的好时机。赠与股份更多的是一个遗赠问题，而不是一个退出或继承的问题。因而，股份赠与对于下述性质的所有者是一种典型的可选退出方案：较高的财务就绪度，中性的心理就绪度（即，富裕但仍想继续工作型或实力雄厚且蓄势待发型）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

虽然清盘不是大多数企业所有者想要考虑的，也不在本书的视野之内，但在某些情形下，它可能是需要考虑的一种可选方案。当一家企业的业绩持续表现不佳，且管理层一直拒绝改变不良的经营管理方式，或无人出手购买这家企业，那么，清盘可能是保值的最佳方式。放弃主动和有序的清盘方式，不去寻求相关咨询服务，有时会导致破产倒闭。

在这些退出可选方案中（见图6-2），每一种都内携不同价值。这里，有一个重要的概念需要了解：一个企业具有的价值不限于一种，相反，它是一个系列。下一节将会阐述为什么同一个企业会有不同的价值。



图6-2　退出选择方案图

[1] 对于少数公司而言，相对于出售，IPO是一个退出的可选方式。

[2] 针对Internal Revenue Code Section 1042下的C类公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

步骤5：价值范围

估值是退出规划流程的核心部分。企业通常是企业所有者最有价值的一笔资产。因此，通常对财务就绪度较低的雇主而言，他们的财务保障取决于企业价值的最大化（和税负的最小化）以及把其资产价值转化为现金。所有者及其顾问必须知晓企业当期的价值范围，以便确定如何抵达自己财务目标的彼岸。在查看整个资产组合时，对可流动证券和所持不动产，企业所有者可以很快确定它们的当期价值。不过，由于对流动性较差的企业价值缺乏了解，所有者不可能清楚其个人财富净值是多少。

企业的“价值”取决于价值的前提和标准（这在第1章做了介绍），但这些要基于退出规划的目标和前景来确定。通观本书，我们都在提及这么一个事实：价值是一个范围的概念，不是一个精确的数字。许多企业的所有者都不知道自己公司的价值，他们也不懂价值是如何变化的。结果，他们也不可能意识到：每个可选的退出方案都附有不同的价值。

要想审核依据各退出可选方案的分析得到的财务结果，企业所有者必须懂得内含于企业的“价值范围”。基于合理的原因，企业评估师把价值评估的使用局限于某个具体的目的。价值的某种结论受制于价值的使用目的及其相关标准。每家公司的价值范围都可以通过连续

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

值的方式表现。就像表6-2所列示（这里应用了我们在第20章所呈案例的数据），这种范围可能较大。

表6-2　价值连续值　（单位：千美元）

清偿价值	市场公允价值			投资价值
15 000	19 000	31 000	35 000	41 000
清偿价值→股份赠与→雇员持股计划→管理层收购→私募基金再资本化→战略买家				

	息税前利润	隐含价值
账面价值①		15 000
少数股东权益的市场公允价值②	6 900	19 000
控股权市场公允价值③	7 650	31 000
投资价值——横向整合④	8 650	35 000
投资价值——纵向整合⑤	10 150	41 000

①卡文迪什在估值日期（第5年）中，因清偿目的而定义的账面价值。我们假设未就账面价值做任何追加的调整。参阅第20章的表20-3。

②适用于股份赠与目的的、处在少数股东权益价值范围的市场公允价值。这里假设市场公允价值是建立在4倍于息税前利润值之上，但因缺乏变现性而采用了30%的贴现率。因为是对少数股东权益进行估值，所以没有就超额补偿问题进行调整。息税前利润取自表20-1。

③控股权的市场公允价值，即针对私募股权基金再资本化的价值。这里也假设市场公允价值是建立在4倍于息税前利润值之上。由于75万美元的超额补偿（参阅表20-7），对息税前利润进行了调整，但这里没有对流动性不足进行价值贴现。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

④针对寻求横向整合的战略买家的投资价值。由于费用降低，已调整的765万美元息税前利润将得到进一步的调整，结果是息税前利润有了一个100万美元的增幅。对于这个案例，支付的投资额是一个4倍的息税前利润值，但投资价值通常反映了一个比市场公允价值更高的倍数（更低的贴现率）。

⑤针对寻求纵向整合的战略买家的投资价值。由于新增的收入和降低的费用，已调整的息税前利润将进一步调整，结果是息税前利润有了一个150万美元的增幅。

在价值连续值的最低端是清盘价值。就持续经营的企业而言，在市场公允价值范围的较低端，通常活跃的是纯财务买家——它会贴现公司未来预期现金流，并假设仅利用公司的（通常是较高的）资本成本进行内生性的发展。这段范围值始于公司的小股东：流动性很小、对公司的管理没有控制权，包括无法控制所有者的随意支出。因此，就像第13章所阐释的那样，对缺乏控股权和缺乏变现性进行贴现，一般是合理的做法。这里的市场公允价值，适用于股份赠与和雇员持股计划方案。

然后，价值连续值移向控股权股东——他不仅掌控企业管理，而且愿意的话，他也有能力卖掉公司。在这里，针对缺乏控股权的贴现就没有意义了，因而，针对缺乏变现能力的贴现率或是被最小化或是没有使用的必要。在这里，市场公允价值适用于针对财务买家的企业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

出售情况，通常也适用于管理层收购和私募股权基金再资本化的退出形式。

然后，这个价值连续值会持续移向涉及协同效益的投资价值（可能涉及一个具有组合投资结构的买家）。通过消除一些公司的经营性支出，这类买家能提升公司管理费用的使用效率，并把被购公司视作其拓进特定市场的运作平台。随后是寻求横向整合的战略买家（这里，一家公司通过生产流程的某个节点控制市场，方法是控制这个节点的资源）利用业务组合，降低成本。在最高端，是寻求纵向整合的战略买家——在这里，一家公司在生产或服务的提供上，控制几个涉及生产和（或）分销环节（利用其他企业提升自己收入水平）。出售给第三方的可选方案可以处在几个不同的价值层面。总之，退出规划的部分作用是确认哪种买家会认为该公司最有吸引力。

就像第3章介绍的那样，价值动因反映了公司的优势——它们既能使公司的风险最小化，也能使公司的净现金流回报最大化。这些动因包括预期来自并购的协同效益、行业地位、增长趋势、品质和企业声誉、现金流和盈利能力、客户关系、区域拓展的可能性、品牌、技术、知识产权、配套的人力资源和其他相关要素。为了理解这个连续值上端的价值范围，企业所有者必须对这些价值动因有深刻的理解。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

步骤6：退出规划的实施

退出规划还有一个不可或缺的部分（与估值相关）：进行价值保值工作，即通过税负最小化、保护债权价值、并通过价值动因提升价值等。像表6-3概述的那样，价值的保值方法还有：把企业转型为S型公司、建立雇员持股计划或设立一个剩余财产年金慈善信托（charitable remainder trust）等。此外，价值的保护方法还有：检讨保险政策、实施定期的法律审计、解除个人担保、把不动产从经营中分离以及设立多家实体等。价值增值的方法有：不断增加现金流，降低与这些现金流相关的风险。不断增加现金流的方法有：增加收入并减少非常开支。降低现金流风险的方法有：客户群的夯实及其多元化、建立一个扎实的管理团队及培养一个接班人。这个流程的关键点是向潜在买家呈现企业历史和解读管理层未来成长战略的能力。会给公司内涵加分的行为还有：把公司的财务报表梳理好，把管理层的企业发展战略整理成标准文档。此外，定期获取有关自己企业的独立评估报告，能达到几个目的，包括找出公司特有的价值动因，为退出规划目的确定客观的价值评估值。上述这些就是规划实施的所有构成部分。

表6-3　价值的保值、保护和增值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

保存价值	维护价值	增加价值
S 型公司	检讨保险政策	增加收入
雇员持股计划	法律审计	降低成本
剩余财产年金慈善信托	解除个人担保	客户多元化
	分离不动产	扎实的管理
		培养接班人

但这里要强调退出规划流程的灵魂：理解、培育和实现企业价值。而要想实现价值，需要有效地实施退出规划。

实施要涉及交易结构、税收、遗产规划、法律协议和更多事务的协调和计划。它是一步一个脚印的流程，要花数年的时间来实现这种价值的转移，然后是管理的问题，最后是控股权的问题。当然，要考虑的问题还包括市场条件、市场时机、价值最大化与相关风险、外部要素与内部要素、战略性业务要素、沉迷于企业的情感问题、“成功”的心理指标以及家族成员管理企业的潜在可能性。

要想有一个顺畅而成功的退出，确保有一个称职和专业的顾问团队非常关键。同时，抓紧实施和定期复审退出规划，有助于确定所有者的时间安排，并锁定最终的成功退出。

在指望出售公司的企业所有者中，运作时间不足3年的，绝大部分都未能达到目的。如果他们的退出规划同时有可启动的备选方案，那么，他们在未来以最优价格出售公司的可能性要大得多。而要想理解什么是最优价格，我们就必须懂得估值企业的那些基本变量。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第7章　估值方法及其基本变量

精确的估值需要做到以下几点：为求取价值，对可用方法的合理运用；对企业行将出售或收购的具体投资有清楚的了解；对公司创造的回报进行清晰的计量。所以，为了增强估值流程的精密性，本章将介绍3种估值方法：已投资本模型——量化企业中待估的投资额；净现金流法——非常精确地计量属于资本提供者的公司回报；公司财报调整法——非常精确地描述公司的经济业绩；数学方法——投资风险的管理。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

企业估值方法

企业因下述性质的不同而各有千秋：经营的业务、服务的市场和拥有的资产。与此相对应，企业估值知识体系已经建立了3种企业估值的主要方式，如图7-1所示。

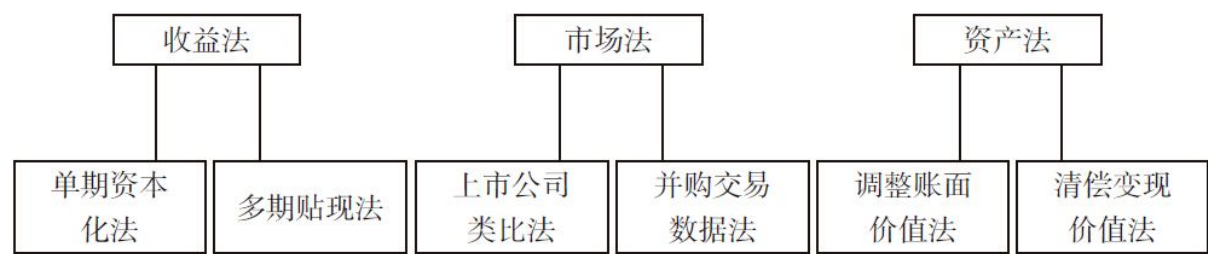


图7-1　企业估值法

依据《国际企业估值术语汇编》（International Glossary of Business Valuation Terms），收益法是“以一个或多个把预期利益转化为现期单一金额的方式，求取企业、企业所有者权益、证券或无形资产价值形态的通用方法”。市场法是“以一个或多个目标主体与已经出售的类似（‘指导性’）企业、企业所有者权益、证券或无形资产相比较的方式，求取企业、企业所有者权益、证券或无形资产价值形态的通用方法”。最后，资产（或成本）法是“以一个或多个基于企业资产（剔除负债）价值的方式，求取企业、企业所有者权益、证券价值形态的通用方法”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在这三类方法中，每一类都内含几种估值方法。例如，在收益法之内，有众多的估值方法，比如，单期资本化法和多期贴现法。[1]在市场法之内，也有众多的估值方法，比如，上市公司类比法和并购交易数据法。在资产法之内，也有众多方法，比如，调整账面价值法和清偿变现价值法。在这些估值方法中，又内含几个估值的具体算法。在技术上，贴现现金流和贴现未来利润，通常是收益法里多期贴现法中的具体算法。在技术上，现金流资本化和利润资本化，通常是收益法里单期资本化法中的具体算法。任何常见的公倍数（比如，市盈率、已投资本总额与息税前利润之比等），通常属于市场法里上市公司类比法或并购交易数据法的具体算法。

收益法将在第8章阐述，而第9~10章则着重解读应用于这种方法的合理的回报率。第11~12章则分别介绍市场法和资产法。根据企业估值理论，估值师应该在每次估值中，都要设法使用这3种方法中的每一种。当然，这样做有时是不现实的。例如，一家公司可能缺乏用于贴现或资本化的正数回报，使收益法无用武之地。如果缺乏类比的公司，市场法也无法使用。在不使用超额盈余法（通常不会用于并购估值）的情况下，无法精确描述公司资产负债表上没有以市场价值表现的一般无形资产或商誉。因而，上述每种方法都有局限性，限制了它们在具体评估事项中的使用或效率。不过，更重要的是要认识到：每种方法对价值及其动因都有各自独到的着眼点。收益法多半是着力于未来的回报并予以贴现，以反映这些回报的相对风险水平；市场法所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

立价值是建立在为可替代投资所支付的价格之上；资产法所定价值是基于公司所属资产的假设销售金额之上。每种方法的优劣，评估对象的性质，被评公司所处的宏观和行业环境，不仅决定了应该使用哪种方法，而且决定了应用该法结果的相对可信度。在第14章，我们将讨论如何对这些结果进行评估，并在表14-1中，概述每种方法使用得最多的背景环境。

若要概述并购的企业估值法，我们假设（除非阐述相反的情形）被评估公司是一个有活力且正在经营的实体。打算清盘的公司或处在长期衰退的公司，可能需要不同的假设和相关的估值算法。

[1] 这并不是说，要列示3种估值法中所有的估值方式和算法。不过，重要的是要注意它们的存在。例如，对于一个很小的企业，企业主全职经营，企业的年收入不足200万美元，与本书论述的其他方法相比，更可行的是收益法中的酌情现金流量法和市场法中的直接市场数据法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

使用已投资本模型定义被估投资

对于并购而言，在公司的投资通常被定义为企业的已投资本：带息负债和权益的总额。在表7-1，我们对这个金额进行了计算。

表7-1　已投资本的计算

资产负债表	
资产 （剔除非运营资产）	**负债** 应付款 带息负债 **权益**
运营资产总额① 减：应付款	负债和权益总额① 减：应付款
运营资产净值	已投资本

①所有的运营资产和负债都应该调整到市场价值。

从运营资产减去应付款，得到公司的运营资金。也要剔除非经营资产，所有者权益会相应的减少。由此，剩下的是企业使用的经营资产净值，和为已投资本提供资金的带息负债和权益。

记住：公司所有具备无形特征的东西，包括雇员、顾客和技术，都包括在已投资本价值的计算里。已投资本也指公司的企业经营价值，因为评估的对象是整个企业，包括有形经营资产和无形经营资产的净值。对于并购而言，为什么要评估已投资本（而不仅仅是权益）的主要原因是，要避免由于公司资本结构不同的原因，可能引起的潜

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在价值失真。已投资本有时称作无债模式（debt-free model），因为它表述的企业是债务和股权的相对水平确定之前的企业。它的目的是在计算公司的价值之前，暂不考虑如何以债务或股权融资经营所需。在为公司融资的问题上，每个买家都会选择不同的方式。不过，这种选择不应该从负面影响公司的价值。无论如何融资，企业的经营都应该具有相同的价值。还要注意：与并购相关的任何债务，都应该从已投资本中剔除，因为企业价值不应该被这种融资扭曲。

由于已投资本模型是以债前方式对公司进行描述的，所以公司的回报（收益或现金流）必须是在债前进行计算，但资本成本或经营倍数既要考虑负债融资的来源、也要考虑股权融资的来源。在进一步地论述回报和回报率后，我们将在第11~13章阐述这些观点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

为何净现金流可准确衡量价值

如同在最初两章所讨论的，应该最终把企业的所创价值定义为资本提供者可得到的经过风险调整的净现金流。无论是一项新技术、一条改良的生产线、一个更有效的经营方式、还是一个类似的其他原因，如果公司股票价格因此上升，那么所有这些因素都会为资本提供者带来新增的现金流。因此，价值必然能追溯到现金流，这也是为什么在估值的语境中，常用的词汇是“现金为王”。投资者和经理人习惯于视盈利水平（息税前或息税后）为公司的业绩表现形式。但利润的首要缺陷是：它代表的这个金额是不能支出花费的。正因如此，利润很多时候表现的并不是资本提供者所能够得到的真金白银。例如，一家公司可能有相当不错的息税前利润（EBIT），但如果大多数或所有的这些利润都被用于利息、税款或再投资于公司的运营资金或资本支出（为预期的经营业绩提供资金），那么就不会有资本投资者可得的现金回报。

对于非上市公司，利润的通常表现方式是税前或税后净收益。因为这是股权回报率（利息支出被确认之后），反映的是现行所有者对负债融资与股权融资相对水平的一种偏好。买家想要的是这家公司真实经营业绩的准确刻画（剔除了融资影响的），所以，需要的是已投资本回报率，而不是股权回报率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

计算：已投资本的净现金流

由于财务报表通常是为通用会计准则（GAAP）规定的外部利益相关方制作的，所以，已投资本的净现金流（NCF_{IC}）不会出现在财务报表的任何地方，在现金流量表里也找不到。不过，它的计算很容易，如表7-2所示。

表7-2　已投资本的净现金流

数学符号	计算成分
	税后净收益
+	扣除所得税的利息支出（利息支出 × (1−t)）
=	已投资本净收益
+	非现金费用支出（比如，折旧和摊销）①
−	资本支出（固定资产和其他经营类非流动资产）
+ 或 −	运营资金变动额①，②
+	对优先股或其他优级证券（若有③）已付红利
=	已投资本净现金流

①在做预测时，这些金额的大小要能支撑预期的未来经营要求，不能仅仅是过去或未来年份预期金额的平均数或实际值。

②记住：已投资本模型是“好似无债”型，所以应该剔除所有的带息负债，一般来说，这样做会减少运营资金增幅的货币金额。

③在大多数评估中，这个数值为零，因为这些企业通常都没有优先股或其他优先得到红利的证券。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

当我们复阅上述计算内容时，净现金流的好处变得更加明显。它代表的金额是可以从企业拿走的，而且不会危害其未来的经营活动，因为公司所有经营资金需求都已经被考虑进去。这也是为什么人们常常称净现金流为自由现金流。

已投资本净现金流是唯一能准确衡量公司真实财富创造能力的回报。它揭示了公司在债务本息之前的回报，避免由不同借贷水平引起的扭曲。它是一个现金流指标，不是一个利润指标，因为投资者花销的只能是现金，而利润是不能用作支付的。已投资本净现金流不仅是税后净收益，而且还剔除了公司内部对资本支出和运营资本的所需金额。因此，它代表着债权资本和股权资本投资者能够得到的真实现金流，不仅是税后的，而且还是扣除了公司内部的再投资需求的。

就像将在第8章进一步论述的，公司净现金流的预测时期，可以是未来非连续性的若干年或是一段较长的时期。

在计算长期或终期净现金流时，应该始终保持各要素之间的特定关系。当期资本支出应该超过前期资本支出的折旧计提，以反映通货膨胀和业绩的增长。类似地，运营资金的变动应该引起净现金流的下降，因为应收账款和库存的增加所占用的现金流，应该超过应付账款和累计应付款增加提供的现金流入额。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

利润指标之困

并购市场没有什么组织性，特别是针对中小企业的并购市场，尤其如此。就像早先提到过的，在他们的整个生涯中，许多参与者只有机会涉猎一次这种交易，而且，许多顾问（会计师、律师和银行家）也极少遇到这种交易。由于缺乏有组织的市场和有经验的参与者，卖家或买家常常不得不通过人脉和行业协会，搜寻潜在的买家或卖家，或通过电子邮件群发，寻找值得投资的潜在公司。

在这种环境中，预期常常是不现实的，而且当这些参与者在寻找捷径或用简单的公式，快速而轻松地计量价值时，错误的信息无处不在。相关表格里填写的价值都是建立于各种利润倍数，如息税前利润倍数、或息税摊销折旧前利润倍数等。卖家特别喜欢这些指标，因为它们可以做出相对高的回报数字，看起来和听起来都相当不错。可惜的是，这些数字不是真正的回报，因为它们还未减去需要支付的所得税和公司内部再投资的需求。换言之，无论是息税前利润、还是息税摊销折旧前利润，都不是公司资本提供方的可得现金。

这时，卖方想要知道公司的实际价值几何（暂不考虑谈判策略），而与卖方谈判的买方却正在引用这些数字。那么，相关各方会如何应对将会出现的这种可能的困惑呢？实际上，这里关键之处是要利用已投资本净现金流，前后一致地进行价值计算。基于这种方法，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

相关方应该采用资本提供方可得的真正回报，以及准确可靠的回报率，作为计算的核心因子。当卖方或其中介机构用无甚根据的息税前利润倍数或息税摊销折旧前利润倍数报价时，买方必须要求他们给出一个解释，即这些倍数是如何得到的。老道的一方，无论是买家、还是卖家、或是中介机构，一般都能认识到，这些不现实的倍数缺乏合理性，而且更重要的是，清醒的一方能讲清楚为什么这些倍数不能准确地反映价值。

息税前利润倍数或息税摊销折旧前利润倍数，扭曲价值的方式不少，最常见的是下述几种。

• 失准的回报。无论是相比于历史的业绩，还是未来的业绩，息税前利润或息税摊销折旧前利润的计算，都是不切实际的——尤其是考虑到各种可能的行业和经济条件，更是如此。

• 战略价值与市场公允价值之间的混淆。投资银行家或经纪商所报的息税前利润的类比倍数，可能出自一个或多个交易的结果，但那个或那些买家可能为此支付了特别高的价格。独有且非同寻常的协同效益，可能使得某项交易的倍数还算合理，但它不能代表“市场”，因为这种协同效益不能被其他买家共享。

• 类比公司的非适性。所选的倍数都是来自上市公司。它们不仅在规模上要大很多，而且还可能是行业的领头羊，与目标公司没有足

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

够的相似性，结果肯定是一种不当之比。

• 时期的非适性。所选倍数的交易可能离本次估值日期较远，反映的是不同的经济或行业状况。另，把回报与倍数相混搭，也会产生类似的扭曲现象。比如，从净收益获得的倍数，施用到息税前利润上。

• 平均倍数的选择。当目标公司与类比公司的均值差异较大时，滥用取自类比公司的倍数均值或中位值，同样会使价值指标失真。

解决方案：当机智的投资者发现，他们必须基于利润倍数进行谈判时，他们会用已投资本净现金流来确定价值，然后，以息税前利润的倍数来表述这个价值，或以对方喜欢使用的任何其他回报指标，表述这个价值。

选择净现金流而不选择利润指标的第二个有力的理由，是回报率推导中的众多可选性问题。在贴现、再资本化或倍增方式里，把这个回报率或其倒数（市盈率倍数）乘上收益，以便计算出所需价值。所求价值的可信度，明摆着是取决于这个公式的，两个主要变量的准确性和可靠性，即回报和回报率或市盈率倍数的准确性和可靠性。对基于净现金流的回报率，公开资本市场提供了有多年历史积淀的基础数据，不仅可靠性很高，而且，既有长期的数据，也有中期的数据，还有短期的数据。就美国市场而言，这种数据可以追溯到1926年，既反

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

映了债权人和投资者已经收到的实际现金回报，也呈现了他们在投资上所获得的最终回报率。这些回报率反映了买家前瞻性的选择，换言之，当期的投资价格是为了该项投资未来预期的净现金流回报而支付的。这种数据为评估师提供了有关下述两个问题的绝佳视角：一个是投资风险与回报预期问题；一个是针对不同风险水平的必要投资回报率的准确指标形态。

这里需要强调的是：现在经常公布的其他回报指标，如息税摊销折旧前利润、息税前利润、税前净收益以及税后净收益，历史上没有留下相关的回报率数据。这些指标都没有反映股东实际可得的净现金回报。而且，所有这些仅是过往的业绩指标，没有相关的投资金额相伴。因此，没有办法把这些过往的成果与投资者为未来这些投资的预期回报所支付的价格联系在一起。在第8章，我们将阐释使用这些过往回报率所产生的潜在错误和失真问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

财务报表的调整

对目标公司财务报表的调整，通常是指标准化调整，即把报告的会计信息转化为能够展现真正经济业绩、财务状况和公司现金流的金额。财报上显现的金额与市场价值之间的差异，多半是源自下述一种或多种的原因。

• 使税款最小化的选项，包括超额薪酬、固定津贴、租金或其他支付给所有者或其他相关方的、超出市场标准的支付金额。

• 需要改变会计基础的调整，包括从收付实现制转到责权发生制，或从一种库存或折旧法转换到另一种方法。

• 非经营科目和（或）非经常科目的调整。这些科目包括资产的盘盈或盘亏、登录于公司财报的个人资产、企业支付的个人费用、与日常经营不相干的收益或费用科目。

• 资产的市场价值和它们登录于公司账簿金额之间的差异。

在对较小公司进行估值时，这类标准化调整的工作量要大得多。中等规模或更大规模的企业可能具有某些需要调整的特别之处，但影响可能不大。例如，金额为10万美元的高出市场标准的薪酬，对于年销售额100万美元的公司，可能会引起价值上的很大变化，但对于年销

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

售额5000万美元的企业，则影响很小。对于较小公司的财务报表，更多的情况只是编制或审核，但没有审计，或采用的是收付实现制，而不是权责发生制。因此，较小公司需要更多的调整，而且调整的相对影响通常更大。

既可以调整利润表，也可以调整资产负债表，或可以调整其中一个，而不必对另一个做相应的变动。例如，可以把非经常性损益从利润表中取消，而不必对资产负债表做任何必要的调整。

在并购中，买家常常是设法收购目标公司的控股权。这给予买家控制企业的权利，而且若有动机，买家也可操控公司的收益。不过，只具有少数股东权益的所有者，就没有控制企业的权力了。由于这个原因，列入调整的首类项目被称作“控制权调整”。当然，只是在评估公司的控制权时，才会做这种调整。典型的控制权调整项目包括以下几种。

• 以任何形式支付给控制股东的、超出或不足市场标准的报酬。

• 高出或低于正常标准的租金——就控股股东所拥有并租赁给公司的房产或设备而支付的租金。

• 工资单上控股股东的相关方或受惠方，得到了高于或低于市场标准的薪酬。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

• 公司为控股股东的利益而拥有和（或）由企业支付的资产，比如，汽车、飞机、公寓和会员卡等，但这些并没有提供给雇来提供相同服务的非亲雇员。

• 公司不是受益人的保费。

• 人寿险退保金额。

• 在公司从控股股东获得的贷款和公司给予控股股东的借贷中，高于或低于市场利率的款项。

在有些少见的并购估值环境中，并购目标是少数股东权益时，不对收益做控股权调整的决定，结果是少数股东权益的价值很低或几乎为零。这种很低的价值反映的是小股东相对于大股东所处的劣势。（少数股东权益的价值可以得到提升，方法是在股东协议里制定条款，限制控股股东攫取公司的现金流。）一个可选的做法是，在控股权调整之后，可在估值中使用控股股东的这些回报，然后，对这种所得价值使用一个贴现率（由于缺乏控股权之故）。我们不推荐这么做，它通常会使价值失真，因为对缺乏控股权进行的贴现，可能没有反映特定公司小股东收益与控股股东收益差额的规模。在第12章和第13章里，我们将进一步讨论这些调整的节点。

资产负债表的调整

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

对资产负债表的调整主要反映的是，把资产从账面价值向市场价值转换的需求。在企业正常经营的背景之下，市场价值通常是“在岗使用”的资产的价值，相对照的是历史成本和基于折旧的账面价值或考虑清盘的清偿价值。也必须考虑资产的盘盈或盘亏，通常要使用行业规则来确定理想的资产余额。非经营性资产，比如，为老板个人所用的飞机或公寓，或未用于公司经营的房产，应该从资产负债表中剔除，并把这些变动金额从企业的相关科目（通常是留存利润）里减去。当企业使用的实物财产是由其他相关方拥有时，所付租金应该与市场租金相比较，以便确定是否需要调整收益。也要考虑是否要把这些资产包括在企业的出售资产里。

在第12章，我们将会详细列示和解读资产负债表账户需要调整的具体项目。

利润表的调整

调整利润表的目的是为了把公司所呈报的财务业绩，转化为真实的经济业绩。买家通常是为了获得公司的未来回报而收购一家企业。在考虑收购问题时，这些回报通常是以预测的方式计量，因此，买家可以评估公司的过往业绩，但更重要的是要评估其未来的业绩。这种预测常常需要对利润表做如下调整。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

• 非经常性收入或收益科目。一次性收入或收益来源，比如出售资产的获利、保险收益、在不可能再现的环境下所实现的大额销售、财产的罚没收益等都应该从公司的收益中减去，因为它没有反映企业日常的盈利能力。

• 非经常性支出或亏损科目。预期不会重复的支出，比如出售资产的亏损、迁移费用、再建费用或其他一次性费用——都不反映公司当期业绩状况，应该加回到企业收益里。

• 非经营性支出或收益科目。利息或红利收益（经营性资金所挣之外的）、非业务使用资产所产生的租金收益、公司非主营业务部分的非经营性支出应该加到收益或从收益中减去。非经营性支出的例子包括：慈善捐款，在公司工资名册上的非工作的家族成员的薪酬，与业务无关的娱乐费或差旅费，非业务性的会员费，为非工作的家族成员租赁的汽车，办的信用卡和支出账户中个人使用的费用，非业务性馈赠，与所有者家相关的景观绿化费或维持费用，所有者家的水电费、个人家私、珠宝和其他资产的购买费用，遗产规划费用和其他的个人法律费用。

• 所有者的各种津贴。以薪酬、奖金或其他任何附加利益形式，由公司支付给股东或其他相关方的款项中，高出或低于市场水平的部分应该调整到市场水平。当这类人是按市场标准获得了这种报酬，但

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

没有提供公司经营所要求的足够的服务，那么，如果买家预期要用称职的人替代此人，就不应该做任何调整。

为目标公司过往利润表所做的调整，是为了对过往业绩进行更精确的解读，也是为了有助于甄别可能会混进预测里的不合宜的项目。当我们使用收益法和市场法计算公司价值，需要对公司的各种收益进行甄别梳理时，应该考虑这些调整。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

并购投资风险的管理

在第9章和第10章中，不少内容都用于推导能够准确反映与具体投资相关的风险。基于资本资产定价模型的相关理论，这些推导技术使企业估值师能够为一项投资确定合理的回报率——假定宏观经济、行业和具体公司条件不变的情况下。在为企业估算资本成本并检测公司和市场的一般风险时，这些推导技术显然是最准确的，但还有另外的风险分析工具可用。并购投资决策（辅以准确计算的回报率）等同于某种变异的资本预算分析（这里可以使用更多先进的统计技术），可以让管理层进一步知晓一项投资决策的各种可能结果。

传统的统计工具

企业估值技术可用于评估公司和市场的风险。例如，本书随后引用的数据可推导出一种贴现率，即基于边际回报的概率加权平均统计期望值的贴现率。此外，用于评估投资风险的各种传统的统计参数有如下几种。

- 期望值。期望值是预测回报的加权平均数——这里的权重是事件发生的概率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

• 方差和标准差。方差是概率分布围绕其均值偏差的标准统计指标。标准差则是这个方差的平方根，是概率分布的离散或“紧凑”的传统指标。这种分布越紧凑，这种指标值就越低，而这种分布越广，这个指标值就越高。在正态的钟形分布里，总区域的近68%都落在均线两侧的1个标准差之内。因此，我们可以得出这样的结论：实际结果偏离均线大于1个标准差的概率仅有32%。类似地，这个结果落在均线2个标准差之内的概率是大约95%。这个结果掉在3个标准差之内的概率超过了99%。

• 离散系数。离散系数是某个分布相对离散的统计指标。它的计算形式是分布的标准差对该分布期望值的比率，通常用以衡量每单位期望值的风险。

评估不确定性的有效方法是决策树。之所以如此这般称呼，是因为其最终的图形像一棵树——其树干在左侧，其分支向右侧展开。决策树上的每个“杈”都代表着一个事件或一个决定——它会带来两个以上的可能结果。通过赋予每个分支一个发生的概率，那么，就可以为这棵树的每个最终分支计算一个期望值。

蒙特卡罗模拟法

用于并购决策的通常是传统的统计技术，但蒙特卡罗模拟法（Monte Carlo Simulation，MCS）也能给我们带来帮助。蒙特卡罗模

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

拟法是一种有关假设和结果范畴的统计技术。每次模拟计算都采用随机变量——产生于每个变量可能值的统计分布，可以利用像Crystal Ball或@Risk这种软件，进行这种模拟运算。

在并购分析中，价值通常是一个“最佳评估”的单个估值，做法类似于日常企业决策做预算的方法。通常，电子试算表能够展示不同输入数据发生变化时，这个价值会如何变化。不过，为了提升这些估值的效果，认真考虑下述问题，也会有所裨益。

• 这个估值结果可以是最佳估值，但目标公司的价值高于投资价值的可能性会有多少？换言之，如果我们把自己的决策建立在那个价值之上，那么，对基于期望值的假设和最终分布的依赖性分布的结论性价值，我们有多大信心呢？

• 偏离传统价值的正负方差多大，才有现实的可能性？

• 在这种分析中，哪些变量或决策带来的风险最多？哪些能带来最多的机会？对于可控变量，若通过事先运作，可为我们的决策减少多少风险，创造多少成功机会？

• 在善意收购中，为了谈出一个更好的交易结果，我们能怎样利用从风险分析中得到的数据？

蒙特卡罗模拟法涉及3个步骤。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（1）找出影响问题的关键要素——能够引起估值变动幅度很大的那些变量。

（2）通过概率方式，把与每个变量相关的不确定性量化。

（3）开发一个模型，对这些要素之间的关系进行描述。

然后，利用这个模型运算的结果进行评估，看看得到不同结果的潜在可能性，比如评估协同效益或经营目标实现的可能性，并找到风险和机会的概率区域。蒙特卡罗模拟法可能为一些重要问题提供答案，但结果的可靠性严重依赖于把关键变量的不确定性予以精确量化的能力，所以，必须慎重地评估那些关键假设。

实物期权分析

传统的资本预算方法有一个内在要求，即与一项投资相关的不确定性应该是可以提前辨识和量化的。不过，由于并购投资的长期性和投机性之故，被购公司可能遭遇持续变化的经营条件和市场环境，包括项目风险水平的变异或新信息的出现。当一项投资涉及很大的不确定性（无论是在市场上，在技术上，还是在竞争上），而且多半是由于持续演进的新信息和不断变化的竞争环境所致，那么，管理层可能需要决策工具，帮助自己在遭遇环境变化时做出反应。当不确定性随着一项投资的生命周期而逐渐浮现时，实物期权的使用让管理层能够

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

清楚这种不确定性的用途——具体方法是把公司的策略作为一组选择权或一组决策的价值进行评估。实物期权分析法（real option analysis，ROA）把一项投资价值的计算与这项投资未来预期被管理的方式绑在一起——在一个较长的时间里，这项投资价值在持续不断地变化，这种变化指导着未来的决策。

投资人和经理人可能遭遇这种情况：传统的系统估值方法会推导出很小的或负值的回报和价值。最常见的情况是这项收益未来有很大的不确定性，促使所有者和经理人得出这样的结论：他们不应该对这项投资做出100%的承诺。虽然这种投资可能具有潜在且有吸引力的回报，可是，快速变化的市场条件、技术更新和类似的不确定性，使得当下的投资回报不可能支持整体投资的合理性。

传统的估值方法（诸如，多期贴现方法），依赖于一组离散期的预期投资和回报，并用一个固定的资本成本进行贴现。在现实世界，当新的信息或变化的市场条件浮现时，管理层会做出相应的反应。在认识到策略上的新优势和劣势之后，管理层会对公司的策略进行适当的改变。传统的估值模型能够反映的是，在投资启动时认识到的背景条件和相关现实，但不能反映随着时间的推移需要改变路径的管理弹性。传统的模型给出的价值，要么不足，要么是负数，得出的结论是：在那种投资风险之下，这种预测效益不足以支撑项目的可行性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

实物期权把这类投资当作一种系列选择，而不是一个单一的决定。金融选择理论（主要是布莱克－斯科尔斯期权模型[1]）主要致力于确定股票期权的均衡价值。这些期权给予持有者权利，而不是义务，在协定的未来日期，以协议的价格，买卖标的股票。因此，有了这种期权，投资者就等于购买了一种分享机会，即某项投资业绩潜在上升期的分享机会，同时限制了业绩下行时的风险。投资者在考虑了未来信息之后，才会行使这个期权，但在做初始投资时，还没有这种信息。若在未来那段日子里，存在着不利的市场条件，那么，这份期权就不会被行权，这份期权的成本也就打了水漂。

很自然，实物期权分析法（ROA）最初被具有下述特征的行业采用：需要巨量投资、回报会在随后的许多年间逐渐出现、在特定项目上失利的可能性很大。这些情况存在于油气勘探和采矿业——这里的大多数初始勘探工作都不会产生正向的回报。类似的情况存在于制药领域——在研发的初期，成功的可能性非常小。

这种实物期权风险管理法，可以作为一个策略投资工具，襄助分析并购目标、风险投资或研发活动。此外，实物期权分析法可能会在下述情形找到回报（但要首先利用传统技术，对每种情形进行评估）。

• 存在着很大的不确定性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

• 存在着一种很大的可能性：会出现更好的信息或更好的竞争条件，管理层可以据此改变策略，提升企业价值。

• 预期投资会在未来产生巨额回报，但不是现在。

由于上述情形存在于许多（不是多数）并购投资之中，所以实物期权分析法常用于评估那些可能会极大地改变收购方或目标公司经营方式的创业公司或收购事件。例如，最初的研发投资常被用于具“平台”性质的基础性工作，因而无法取得即刻的回报，但为随后投资创造机会，或随着更多信息的出现开发出新的产品选项。

实物期权投资通常涉及收购一组权利，如特许权、专利权或类似的权利。这种投资通常只有一个较小的初始费用，但允许管理层主动地对期权价值施加有力的影响。换言之，已经做了相对小额初始投资的投资者，此时就可以采取步骤影响投资的回报、风险水平、持有时间或那段时间的价值——所有这些都会影响实物期权的价值。通过甄别长期影响价值和风险的关键要素，这种方法能把管理弹性予以确认和量化。当通过行使或拒绝行使这个期权，使得相关的不确定性得以展开时，实物期权为持有人提供了对这些不确定性做出反应的机会。在这个过程中，管理层能够主动地做出下述相关的决定。

• 进一步投资。

• 扩张经营或开拓市场。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

• 增加不确定性，比如通过在一个新市场上进行的投资。

• 通过促使收入或支出的变化，改变一项投资的回报。

• 延展这项期权的期限。

• 整个卖掉这项投资，撤出。

• 什么也不做。

在金融期权方面，我们有著名的布莱克－斯科尔斯期权模型。在这个模型里，影响价值的关键变量有以下几个。

• 期权的有效期。

• 无风险利率。

• 行权价。

• 股票价格。

• 股价波动的不确定性。

• 红利。

这些同样的规范可以用于并购型的实物期权，或经济变量稍有变异的类似的投资决策。例如，把行权价格比作承诺的经营成本的现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

值，股票价格等价于来自相关项目预期回报的现值。类似地，可把红利类比为这项投资价值在持有期的溢价或折价。

所以，通过影响一个或多个实物期权变量，管理层可以尝试着改善公司的战略地位并创造价值。例如，它可以设法延展监管壁垒或期限，或在有效期内投资新技术。管理层还能影响行权价或股票价——方法是改变公司的成本结构，以影响公司的收入、支出，并最终影响公司的现金流。在许多新兴市场，管理层实际上可以通过鼓励竞争者的投资和创新，来加速新市场、新产品或新客户的发展，或通过进一步的投资为竞争者制造新的障碍。因此，对实物期权的投资可能会带来更大的不确定性，而后者实际上可以提升期权的价值。由于期权提供了行权的能力而非行权的义务，所以，增加的不确定性可能带来额外的机会——在投资决策中没能很好定义的机会。这类期权为管理层提供了决策弹性，让其可以等待进一步的信息，看看是否有机会以某种最佳的价格，行使这份期权或完全放弃这份期权。因此，实际上，实物期权分析法是锁定和量化了一种投资者能力：支付一个前端费用，获取一种灵活性或权利，以便在一个今天确定的价格，在未来实施一项追加的投资，但这只有在分析了这项投资吸引力更强、或更弱的未来信息之后，才能够确认和实施。

在评估公司和市场风险时，传统估值理论会非常准确和有效，但通过使用另外的分析工具，会使某些并购决策更加清晰明了。不过，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

要想合理地解读和运用蒙特卡罗模拟法（MCS）和实物期权分析法（ROA），需要一定的培训和经验。

[1] Fischer Black and Myron Scholes,“Pricing of Options and Corporate Liabilities,”Journal of Political Economy 81（May-June 1973）：637-654.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

结论

准确的企业估值有着内在的要求，即既要准确地计量投资数量，也要精确地计算投资回报率。在并购业务中，已投资本是一个经常需要评估的金额，而净现金流则为衡量公司业绩提供了最精确的指标。为了确保公司财务报表能够准确地表现公司，可能要对利润表或资产负债表做标准化调整，以便剔除下述因素的影响：非经营性科目、非经常性科目、股东非市场化薪酬。

风险管理技术也可用于并购估值。这通常会涉及传统的统计参数，包括期望值、方差、标准差、离散系数和决策树。在所携风险很大且变量可以被量化的地方，若能恰当地运用蒙特卡罗模拟法和实物期权分析法，经理们可以为自己的决策提供额外的有益信息。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第8章　收益法：利用回报率和回报确定价值

收益法的理论明晰精辟：一项投资的价值等于它未来利益的现值，计算方法是用一个能反映该项投资风险水平的回报率，贴现这项投资的未来利益。这个理论很有意义，适用于能够创造正向回报的任何经营性企业。

不过，要想成功地运用收益法，却不是一件容易的事，因为价值的每个关键决定要素（回报和回报率）都必须评估。在做这些评估的过程中，分析师需要认真分析相关的关键变量，包括影响回报的价格、产量和费用，以及每个变量的内携风险。如果这个过程不详尽不严密，那么，相关的投资决策要么会忽略主要成本或核心风险，要么所做的假设不是不现实，就是经不起认真推敲。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

为何是收益法担当并购估值的大任

在计算并购价值时，收益法的使用要远远多于市场法或资产法。主要原因在于：收购方现在的投资是为了获取未来尚不确定的（具有风险的）净现金流，而且收益法能够比较方便地量化那些关键的价值决定要素。

相反，市场法通常采用市盈率（P/E）或类似的利润倍数，不是采用未来回报的评估值，而是用近期的过往数据。与利用预期回报和贴现率的收益法相比，市场倍数法的精确度通常也比较低。例如，市盈率倍数或息税前利润倍数，无法反映未来年份这些利润的预期变化。当然，若使用恰当，这些倍数可以反映投资者的一般偏好，这也是为什么它们常被业内人士或卖家引用。分析师必须清楚这种情况，要设法把这些数据与通过收益法计算出的主要结论相比较。

就像第4章详述的，并购分析应该是公司总体战略规划一个不可或缺的部分，而战略规划通常都附有一份预算和一套财务预测报表。这种预算不仅会迫使经理们把他们规划的财务结果予以量化，还会促使他们对这些财务结果的逻辑性进行推敲。同样，收益法中用于求取价值的预测表和相关假设，也需要同样的量化分析和推敲。无论并购的利益是来自收入的增加、成本的降低、流程的改善或更低的资本成本，收益法都会把这些假设予以量化，并使它们得到讨论和评估。收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

益法还能把这些预期利益的实现时机清晰地予以量化，并在这些利益向未来延展的过程中，反映价值是如何下降的。

这种方法还允许买家和卖家计算目标公司的独立市场公允价值，并可为一个以上的战略买家计算公司的投资价值。在明确地揭示出这种区别之后，买家和卖家都能比较容易地看到协同效益，并据此做出明智的决策。

并购估值可以把概率的应用或实物期权分析包括在内，可以很方便地把这些分析方法融进收益法的预测内容之中。当环境发生变化时，可以很容易地修改或更新这些预测内容，而且这些预测都会附有一份不错的财务预算——会有助于投后分析和管理。

在研读收益法时，会不可避免地出现这样一个问题：由收益法确定的价值，包括了企业的无形资产价值吗？如果是，那么，是如何实现的呢？

收益法和市场法确定的价值的确包括了企业经营中使用的所有有形资产和无形资产。企业运用这些资产创造回报——如果没有这些经营资产，企业就无法创造这种回报。因而，收益法和市场法确定的价值，包括了企业拥有的有形和无形经营资产的价值。

如果企业拥有超额经营资产或非经营资产，可以对这些资产分别估值，并把这种价值与经营价值相加，得到整个企业价值。在第12

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

章，我们将论述这个问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

收益法中的两种评估方法

收益法的论述一般都是假设使用多年份的预测，但也可以使用仅仅一年期的预测。这种所用年份数量的不同（一年对多年）是收益法内两种具体估值方式的区别。

单期资本化法

在收益法中，第一种且较简单的估值方式是把一家公司一年期的回报予以资本化——这也是为何它被称作单期资本化法（single-period capitalization method，SPCM）。由于这种方式计算的价值仅仅是基于一年的回报，所以，只有在所选年份的回报能代表公司未来预期的长期业绩时，它才能给我们带来可靠的评估价值。因此，如果这些数据不是公司业绩未来的准确指标，分析师就不能随意使用过去最近一年期的回报或近几年的均值。另外，单期回报的增长率是通过资本化来计算的。这种数学计算法要求有第二个关键假设：这种回报的增幅是以一个选定年率持续增长，并直至永远。

单期资本化法采用的公式是：

$$PV=r_o(1+g)/(d-g)$$

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

式中，PV是现值；r是往年或当年的回报——当作基期回报，且无下一年的增幅；g是代表长期且可持续的增长率；d是贴现率；d-g是资本化率。

这个公式里的关键变量，r、g和d，将会在第9章予以详尽的论述。此时，我们要认识到：这里的贴现率反映的是这项投资的风险，而长期增长率反映的是这个预期回报是以何等幅度实现年度增长，并一直到永远的未来。因此，这里的资本化率（是以d-g的方式计算的）是作为这两个变量的函数，由贴现率推导而来。资本化率还可表述为一个倍数或资本化率的倒数。在市场法中，资本化率可以通过股票市场价格推导出来（随后会对此进行阐述）。不过，不推荐使用这种来源的资本化率，原因是这种市场倍数潜藏的波动性，而从贴现率推导出的资本化率的可靠性更高。表8-1展示了上述这些关系，并揭示了不同的资本化率如何影响价值和相关的倍数规模。

表8-1　资本化计算的例示　（单位：美元）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

计算价值			
$\frac{\text{回报}}{\text{资本化率}}$	=	价值	
$\frac{1\,500\,000}{15\%}$	=	10 000 000	
把资本化率转化为倍数			
$\frac{1}{\text{资本化率}}$	=	倍数	
$\frac{1}{15\%}$	=	6.67 倍	
不同资本化率对价值的影响			
$\frac{1\,500\,000}{30\%}$	=	5 000 000	倍数 3.33
$\frac{1\,500\,000}{20\%}$	=	7 500 000	5.00
$\frac{1\,500\,000}{10\%}$	=	15 000 000	10.00
$\frac{1\,500\,000}{8\%}$	=	18 750 000	12.50
$\frac{1\,500\,000}{5\%}$	=	30 000 000	20.00

即便是有了很多简单的公式，但使用者必须懂得与之相关的假设，否则，就会出现价值严重失真的结果。这个公式可以使用过去的、当期的或预测的回报（如表8-1所示），通常，计算预测回报的方式是，以最近一个会计期的回报值乘上（1+g）（g是预测的长期增长率）。

单期资本化法既简单又便捷，所以通常用来确定价值的初始数值。还必须认识到，当过往的利润作为所选的回报来源时，这种资本化率就是众所周知的市盈率倍数的倒数。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

合理运用单期资本化法的关键是：绝对不能忽略基于这种估值方式的关键假设。如果针对特定公司的这些假设的现实性越小，那么，单期资本化法所得结果的可靠性就越差。这种计算所用的回报（分子）必须是公司长期且可持续业绩的现实指标。同样，增长率g必须是公司下述能力的一种现实的预期：公司确保那个既定回报的年度永续增长的能力。在可能出现年度增幅变化较大的地方，单期资本化法的准确性就会较差，会导致价值的大幅失真。

你喜欢哪种投资回报率，20%还是40%

这个选择取决于“回报”和“投资”的定义。回报是给予投资者的利益，通常的表现指标是收益或现金流。投资一般是指普通股权益、已投资本、具体资产或其他证券（如，优先股或股票期权）。为了避免相关问题，这种回报必须和下述表格所示的回报率进行正确的匹配。

用回报率计算股权价值　（单位：美元）

股权回报	金额	股权价值
税前净收益	20 000 000	20 000 000/40% × 50 000 000
税后净收益	12 000 000	12 000 000/24% × 50 000 000
股权净现金流	10 000 000	10 000 000/20% × 50 000 000

要注意价值扭曲问题。例如，若采用单期资本化计算法和20%的权益资本化率，那么，10000000美元/20%就等于50000000美元的股权价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

值，而12000000美元/20%等于60000000美元的股权价值，20000000美元/20%则等于100000000美元的股权价值。这里，仅有50000000美元的股权价值才是正确的选择。其他价值的计算错误在于，它们都用了只适用于股权净现金流的资本化率，与不同的股权回报值（如，税前净收益和税后净收益）进行匹对。记住：必须用正确的回报率匹配相应的回报值。

多期贴现法

多期贴现法（multiple-period discounting method，MPDM）是单期资本化法（SPCM）的一种替代方式。多期贴现法是基于这样一个前提：可以通过预测企业未来财务业绩，并找出它创造的超额现金流或利润，来确定它的价值。这种对未来回报的评估，要求分析与公司经营相关的风险，而且这种风险应该反映在那些未来回报的计算上。在多期贴现法里，现金流是企业创造的回报指标的表现方式，所以，通常被称作贴现现金流（DCF）分析法。若把利润作为企业创造的回报指标的表现形式，那么，这种方法就称作贴现未来利润（DFE）分析法。多期贴现法（MPDM）这个术语囊括了贴现现金流分析法和贴现未来利润分析法。

通过使用多年份预测，这种方式克服了两个限制单期资本化法的假设。这种未来预测回报（通常的时间范围是3~10年）所表现的未来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

回报，可能代表公司预期的长期业绩[1]。多期资本化法也可能准确地反映了预测期来自下述项目引起的回报变动：收入、支出或资本支出的变化。它特别适用于具有下述特征的公司：随后几年的预测增长率不可持续；现金流会出现怪异的变化；在宏观经济或行业衰退的情况下，会出现暂时的业绩下降。因此，在预期重大的回报变化时，应该使用多期贴现法，放弃单期资本化法。同时，应该认识到这些方法产生的结果应该是一致的，当然，前提是：如果多期贴现法预测的回报，反映了用于单期资本化法计算的长期增长率。

因为并购决策涉及巨额资金，对买卖双方都具有长期影响，所以，一般应该使用多期贴现法，除非目标公司具有非常稳定的利润，而且持续增长的概率很大。

作为一般的推导，多期贴现法有两个步骤，但还存在一些情形更适用于三步骤的推导。首先是若干具体年份的预测，第二步是估算终值（换言之，评估预测期后所有年份的价值）。多期贴现法的数学表述方式是：

$$PV=\frac{r_1}{(1+d)^1}+\frac{r_2}{(1+d)^2}+\frac{r_3}{(1+d)^3}+\cdots+\frac{r_n}{(1+d)^n}+\frac{\frac{r_n(1+g)}{d-g}}{(1+d)^n}$$

式中，PV是现值；r是回报（所选任何形式的利润或现金流的通称）；d是贴现率；g是长期且可持续的增长率；n是预测期的最后时期——此

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

时，它应该具有一个可持续的长期回报率；d-g是资本化率。

注意：隐含的年底约定是假设这种回报是在每年的年底收到。对于创业公司或新兴市场的风投项目，哪怕是以很高的可信度做几年的预测，都是很困难的。相反，就成熟行业里的成型公司而言，相对准确的预测可以做到7~10年这种期限。对于预测所用的年份数没有具体规定，但它应该长到足以反映公司回报率的预期变化，而且终年所用的回报率应该是稳定的或可持续的。

一旦得到稳定回报，多期贴现法就把预测期外的所有回报都归结为终值。就像最后一个等式所表述，计算终值的方式如下：以预测期末的长期预期增长率，对那个稳定的回报值进行资本化，使预测期最后一年的稳定回报得以增加，然后，再计算预测期末那个资本化回报的现值。

对于多期贴现法，有几个问题。

- 预测期应该多长？

这种预测期应该长到足以表现公司回报的所有预期变化，直到一个稳定回报值的出现。稳定或可持续的回报很有必要，因为它是用于终值计算（这种计算应该反映有关公司回报的各种要素间的长期关系）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

• 在终值的计算上，我们为何要对资本化的价值进行贴现？

终值代表的是离散预测期之外，所有未来整个预测期回报的价值。因而，必须对这种资本化的价值予以贴现（采用预测期最后一年的年终现值系数进行贴现）。

• 终值应该占总价值的多大比例？

这个问题没有正确的答案，因为终值的高低取决于每项投资的具体条件，比如长期增长率等。前面的预测期越短，后面终值的相对规模就越大；前面的预测期越长，后面终值的相对规模就越小。在大约10年的预测期后，终值的规模会小很多（这里取决于贴现率的大小）。

多期贴现法的公式有一个假设，即由投资产生的回报，公司是在每一期的期末收到。实际上，因为多数投资创造的回报都是在一年的整个期间逐步收到的，所以，多期贴现法的公式常常按年中贴现约定进行修订，并用下述公式表述：

$$\mathrm{PV}=\frac{r_1}{(1+d)^{5}}+\frac{r_2}{(1+d)^{1.5}}+\frac{r_3}{(1+d)^{2.5}}+\cdots+\frac{r_n}{(1+d)^{n-0.5}}+\frac{\dfrac{r_n(1+g)}{d-g}}{(1+d)^{n}}$$

式中，PV是现值；r是回报（所选的任何形式的利润或现金流的通称）；d是贴现率；g是长期且可持续的增长率；n是预测期的最后时期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

——此时，它应该具有一个可持续的长期回报值；d-g是资本化率。

这种年中约定假设：这种回报是在每一个分立预测年份里被均衡地收到的。在计算终值时，有少数业界人士喜欢采用年中约定方式。在这种情形下，贴现系数在后一个等式的n年到n.5年会有变化。

[1] 原文为“The forecasted future returns...that may not be representative of”，疑为有误，应为“The forecasted future returns...that may be representative of”——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

三步骤现金流贴现模型

刚刚论述过的多期贴现法是一个传统的二步骤模型，包括分立预测期的财务预测和一个终值（反映最后一个预测年份后公司的持续经营情况）。对于许多早期公司，有时会使用一个过渡阶段。例如，一家早期公司业绩预期会经历一个5年期的很大增幅，另外一个5年期的增幅仍然相对较高、但幅度呈下降趋势。如同前一节所述，预测期应该长到足以反映公司现金流的预期变化（包括可持续的增长水平）。而且，就像将在下一节论述的，在最初的5年预测期后，很难精确地评估这类公司随后的长期合理的可持续增长率。因此，为了反映这个阶段更高但无法持续的增幅，需要加入另一种水平的增长率。

对于早期公司，在有关经济效益的可持续增长率的假设上，一个小幅的变化可能会导致指标值一个相当不小的变化。为了使这种现象最小化，可使用一个三步骤模型（加上一个随后会论及的过渡期）。如同表8-2所示，第5年的现金流预测增幅是57%。在第6~10年的过渡期，现金流增长率会逐渐下降，每个连续年份的增长率分别是40%、30%、20%、15%和10%。这种预测的基础是：站在那个时点上，对公司未来的预期地位给予一个评价，并考虑到行业的长期预测趋势。

表8-2　三步骤贴现现金流模型　（单位：美元）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

Ⅰ. 第 1 个 5 年的现金流现值	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年
收入	4 300 000	7 600 000	11 250 000	15 100 000	19 250 000
减去：销售成本	938 500	1 540 375	2 290 375	3 165 375	4 165 375
等于：毛收入	3 361 500	6 059 625	8 959 625	11 934 625	15 084 625
减去：运营费用	3 233 406	5 718 401	8 237 000	10 840 456	13 455 595
等于：运营收入	128 094	341 224	722 625	1 094 169	1 629 030
减去：所得税（35%）	44 833	119 428	252 919	382 959	570 160
等于：净收入	83 261	221 796	469 706	711 210	1 058 869
加上：折旧	21 775	34 651	41 343	46 067	58 948

（续）

Ⅰ. 第 1 个 5 年的现金流现值	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年
减去：资本费用	45 000	43 200	48 400	62 200	82 700
减去：运营资本的增长	60 000	66 000	73 000	115 500	124 500
净现金流	36	147 247	389 649	579 577	910 617
现金流年度增长率		NM	165%	49%	57%
乘以：现值因子（30% 贴现率，年中约定）	0.877 1	0.674 7	0.519 0	0.399 2	0.307 1
等于：现金流的现值	32	99 342	202 216	231 371	279 634
第 1 个 5 年现金流现值（A）					812 595
Ⅱ. 第 2 个 5 年的过渡现金流现值	**第 6 年**	**第 7 年**	**第 8 年**	**第 9 年**	**第 10 年**
净现金流	1 274 864	1 657 323	1 988 787	2 287 105	2 515 816
现金流年度增长率	40%	30%	20%	15%	10%
乘以：现值因子（30% 贴现率，年中约定）	0.236 2	0.181 7	0.139 8	0.107 5	0.082 7
等于：现金流的现值	301 145	301 145	277 980	245 905	208 074
第 2 个 5 年的过渡现金流现值					1 334 248
Ⅲ. 终年的现值（10 年之后的价值）					**年终终值**
年终的净现金流					2 616 449
资本化率（30% 贴现率 −4% 长期增长率）					26%
					10 063 264
乘以：贴现因子（第 10 年）					0.082 7
终年的现值（C）					832 294
拟算的股权公允市场价值（A + B + C，取整数）					3 000 000

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

因此，这家公司三步骤贴现现金流模型之下的价值，等于下述三项现值之和（300万美元）：第1~5年现金流的现值；第6~10年过渡期现金流的现值；反映公司10年之后经营情况的终值的现值。如果用的是二步骤贴现现金流模型，以一个可以长期持续的增长率4%，对第5年以后的现金流进行资本化，所得价值金额是190万美元。

在某些情形下，可能会追加一个第4步骤。此外，可针对不同时间段使用不同的贴现率，以反映它们不同的风险水平。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

确定经得起推敲的长期增长率及终值

无论是单期资本化法还是多期贴现法，价值的计算都受制于g的大小（公司回报的长期增长率）。这两种方法终值的计算方式都假设：公司的回报将会以这个增长率永远地持续下去，所以一个不现实的增长率会极大地扭曲价值。

在确定这种增长率时，考虑得最多的因素有以下几个。

• 宏观经济条件。

• 公司所处行业的预期增长率，包括考虑公司产品所售行业的增长预期。

• 并购中可以获得的协同效益。

• 公司的历史增长率。

• 管理层有关未来增长的预期——考虑到公司的竞争环境，包括下述要素的变化：技术、产品线、市场、定价以及销售营销技能。

在评估这些要素时，一定要记住：单期资本化法和多期贴现法的终值都涉及永续模型——它们都假设那些回报会持续到永远。启动长期增长率选择流程的一个较好的方式是考虑宏观经济要素。例如，在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

美国，人口增长率低于2%，国内生产总值的增长率通常低于3%。因此从长期看，所有行业的加权平均增长率大约为3%。在记住这么一个宏观经济的标杆性指标的同时，再转向具体的相关行业，设法确认其历史和预测的长期增长率。从这里（如果合理的话），再去到目标公司所处的行业的细分市场，做类似的分析。全国性的数据可以用于那些在全国范围进行销售的公司，但区域性或地方性经营的公司，应该基于这些具体区域的表现进行分析。记住：所选的增长率是公司回报（利润或现金流）的增长率，可以用产品组合、价格和毛利，评估所选增长率的合理性。

有些公司具有双位数增幅的记录，反映了它们获取市场份额和迅速成长的竞争优势。这些竞争优势只是说明在可见的未来应该预期很高的回报增幅，而且这个结果应该反映在那个高增长期的预测里。就逻辑而言，这种高增长业绩应该随着下述要素的介入开始下降：竞争对手进入市场；随之而来的新技术；随之而来的节约成本和定价的压力，使公司的战略效益消减。随着公司规模的增大，增长率通常都呈下降趋势。

在《竞争战略》（Competitive Strategy）里，迈克尔·波特勾勒了行业生命周期的四个阶段：①草创，②成长，③成熟，④衰退。[1]此外，这个周期律既适用于具体企业，也适用于企业的产品。收入和利润在草创阶段成长得很慢，然后，在成长阶段增长得很快。在成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

熟期的平缓增长后，它们就开始了逐步下降的过程。因而，采用那种脱离现实且很高或不可持续的增长假设，会导致过于乐观的利润或现金流。当把这些回报予以资本化后，会出现一个奇高无比的价值。

这种价值膨胀通常来自于一种长期的增长率（它暗示一家公司能永远保持它的竞争优势）。例如，在一个年增速为3%的行业，当把年度的长期增速定为10%时，无论是单期资本化法还是多期贴现法，它们的价值计算都内含一个假设：目标公司将永远以行业3倍的增速向前发展，永远获取额外的市场份额。卖家或其代理人常常试图通过脱离现实的长期高增长假设，做大公司的价值。所以，应该经常审核这些数字的合理性。

这里需要记住的重点是：在价值计算中，上述增长率必须是可持续的，因为在计算终值时需要这种增长率，而且在求取资本化率时，需要从贴现率里减去这个增长率。它实际上是一个能够持续到永远的复合增长率。如果把一个相对较高的短期增长率当作转换因子用，那么，目标公司无疑会被错误地高估。若在公司估值日资本化率还无法合理确定，应该采取传统的二步骤多期贴现法；若在公司预测期（如5年）终止时，资本化率还无法合理确定，应该考虑三步骤的多期贴现法。一家公司也许在早期或于特定年份，能够把竞争者远远抛到脑后，但不会永远如此。

在确定这个增长率时，必须考虑几个具体的宏观要素。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

• 这个增长率是名义的（也就是说，它包含了通货膨胀率）。

• 在绝大多数的情形下，这个增长率的区间大约是2.5%（也就是，预期的长期通货膨胀率）至6%。

• 在多数情况下，这种增长率的区间在3%（反映了在通胀率之上的某种增幅）至5%（大约等于国内生产总值增幅加上通胀率——因为竞争的力量和其他的经济要素的作用，使公司很难以更高的增幅永远持续下去）。

• 低于2.5%的增长率意味着这家公司无法长期跑赢通胀率。

• 高于6%的增幅则意味着这家公司预期会超越市场的竞争力量——这是一个没有几家公司能够创造的成就。

总之，长期增长率不应该永远是3%。因而，应该极为严苛细致地核查影响增长率最大的预测细节，包括市场、产品、销量和价格。如果预见到不可持续的增长率，那么，就应该把它反映到多期贴现法的预测里。

长期增长率一个不大的变化，可能对价值产生爆炸性的影响，如表8-3所示。

表8-3　在单期资本化法中，不同的长期增长率对价值的影响　（单位：万美元）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

关键因素		
年度回报：600		
贴现率：15%		
长期增长率：3%，6%，9%		
3% 增长	6% 增长	9% 增长
$\frac{600}{15\%-3\%}=5\ 000$	$\frac{600}{15\%-6\%}=6\ 670$	$\frac{600}{15\%-9\%}=10\ 000$

在并购的企业估值中，收益法是使用最广泛的一种技术，因为对能创造正向回报的企业，这种方法几乎都适用。这种方法植根于一种被广泛接受的经济理论：可用一个能反映企业相对风险水平的回报率，贴现它未来经济效益的方式，计算这家企业的价值。收益法的难点：推导可信的用于单期资本化法和多期贴现法的回报和回报率。收益法中的两种估值方式（单期资本化法和多期贴现法）有着它们各自明显的优势。单期资本化法快捷简便，多期贴现法则更加详尽准确。每种方法算出的价值准确与否，都依赖于对公式里所用回报和回报率的选择，而且每种方法都要求挑选一个现实的长期增长率。在第7章，我们阐述了这些回报的选择方法，以及使用已投资本净现金流的特别好处；在第9章，我们将阐述如何推导出经得起推敲的回报率。

[1] Michael Porter,Competitive Strategy(New York:The Free Press,1980).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第9章　资本成本：准确估值的基本变量

贴现率，也被称作资本成本或必要回报率（required rate of return），反映的是风险（简言之，就是不确定性）。贴现率是一种回报率，即为了吸引资金进入一项投资，市场所要求的回报率。贴现率的大小取决于投资市场的可选性——换言之，贴现率受制于投资者享有的其他可选投资的市场，而且，这些回报率的变化受宏观经济和风险特征的影响。

在晨星公司出版的《伊博森SBBI 2009估值年鉴》（Ibbotson SBBI 2009 Valuation Yearbook）里，对资本成本进行了更详尽的阐述。

可以从三个不同视角来观察资本成本（有时被称作预期回报率或必要回报率或贴现率）。从公司资产负债表资产方来看，这是一个用来贴现未来预期现金流，以获取现值的比率。从负债方来看，它是一家公司在下述竞争背景下吸引和保留资本的经济成本：投资者（资本提供者）会认真分析和比较所有能产生回报的投资机会。从投资者的角度，它是投资人预期和要求从一家公司的负债或股权投资中得到的回报。虽然上述观察资本成本的每个角度不同，但它们谈论的都是同一个数字。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

资本成本永远是一个预期或前瞻性的概念。过往的投资业绩和其他的过往信息可能具有不错的指导性，并常常被用于估算资本的必要回报率，但未来的预期是仅有的实际决定资本成本的因素。当投资者为一家公司提供资本时，常常带着这样一种预期，即企业未来的业绩将会为这笔投资提供一份公允的回报。如果过往业绩是投资人衡量投资最重要的标准，那么，就没人去投创业项目了。同时，也要注意：资本成本是投资的函数，不是投资者的函数。

资本成本是一种机会成本。也有的人认为“资本的机会成本”这个词可能更加准确。一项投资的机会成本是在另一个可能的最佳投资上赚取的预期回报。在具有很多投资选择的竞争环境中，一项既定的投资和另一个最好的可替代投资机会，实际上都是有着基本一致的预期回报。[1]

因为企业资金通常都是由负债和股本金构成，所以，必须确定这两种资金的成本。负债的成本要低于股本，主要是因为它的风险较低，另外，负债的利息支出通常都能享受税收抵扣优惠。股权的回报是没有保障的，所以，它们的风险要高于负债，此外，这种风险还更加难以量化。表9-1列示了负债和股本金在各自特性上的核心差异，特别是对非上市公司这个群体。

表9-1　负债股本的特性比较

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

特点	公司债或贷款——对投资者的风险更小	普通股——对投资者的风险更大
本金的安全度	若一直持有至到期日，那么，本金则享有担保保障，只是债券市值会随着利率水平变化	本金没有保障
收益	固定的年度利息回报有保障	红利派送取决于公司财务状况、管理层偏好和董事会是否批准
清偿优先权	清偿优先权通常高于普通债权人和所有权益持有人	清偿优先权排在所有债权人和其他权益持有人之后
抵押状况	常常具有抵押——具体取决于贷款类型和相关条款	极少
管理控制权	无管理控制权，只是公司的特定行为，可能需要债权人批准	控制程度取决于股权的大小、投票权和现行的法律约束及相关协议
升值	除了固定的利息派发，没有任何潜在的回报升值	这种回报的潜力仅受制于公司的业绩，但大小可能依控制权程度、所有权结构和相关法律制约及协议而变化

资料来源：Frank C.Evans，“Making Sense of Rates of Returns and Multiples，”Business Valuation Review（June 1999）：51-57.Reprinted with permission from Business Valuation Review，Copyright®1999.

资本提供方在权利和风险上的这些差异，带来不同资本成本的相应差异。我们会用最终的资本成本或回报率，求取企业的价值。风险较低的投资只需较低的回报率，而且，在采用多期贴现法（MPDM）或单期资本化法（SPCM）的算法时，较低的必要回报率（或贴现率）会推算出较高的价值。相反，对于一项风险较高的投资，股东会要求一个较高的回报率，结果就是一个较低的企业估值，如同表9-2的单期资本化算法所例示的那样。

表9-2　不同回报率对价值的影响　（单位：百万美元）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

较高的风险和较高的必要回报率带来的是较低的价值	居中风险和居中必要回报率带来的是居中规模的价值	较低的风险和较低的必要回报率带来较高的价值
$\frac{6}{24\%}=25$	$\frac{6}{18\%}=33.3$	$\frac{6}{12\%}=50$
结论：一种风险水平必将伴随着相应的回报率，而后者会影响价值。风险及相关的回报率越高，相关的价值就越低。		

[1] Morningstar®, Ibbotson®SBBI®2009Valuation Yearbook（Chicago:Morningstar, Inc.，2009）, pp. 21-22.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

负债资金的成本

一家公司的负债成本通常是它的税后利息——这里假设公司是盈利的，所以利息费用能被抵扣。当公司的长期负债所含利率接近市场利率水平时，这笔负债的账面价值和市场价值是一致的。不过，在截至估值日，当公司的债务证券所携利率大大高于或低于市场水平时，该笔负债的市场价值就会与账面价值相异（应该就这个差异做相关的调整）。由于这种事情极少发生，特别对非上市公司更是如此，所以，在本书的相关论述里，除非有明确的说明，否则，我们都假设负债的市值和面值都一样。

表9-3列示了过往的平均利率——反映了相应的投资风险，但都没有注明具体的日期或相关的经济背景。

表9-3　负债成本

美国政府国库券（无风险利率）	其他政府的债务票据	较高等级的公司债券	较低等级的公司债券	贷放给非上市公司的有担保贷款	贷放给非上市公司的无担保贷款
4%　5%	6%	7%　8%	9%	10%	11%　12%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

优先股成本

优先股成本是典型的市场收益率，即红利回报率。优先股可能内含某些特性，如可赎回、可转换、可累计红利或有管理参与权——这些都会影响这种证券的回报率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

普通股成本

普通股（在这篇论述里通常被称作“股权”）成本更难以确定，不仅是因为它没有固定回报，更是由于它的市值可能会出现剧烈的变化。由于这个原因，普通股成本通常被细分为几种成分之和，而且，每种股权贴现率都包括以下三个基本成分。

（1）无风险利率。没有违约风险的投资回报率。在长期投资中，这个成分的常见代表是美国政府长期债券的回报率。

（2）股权风险溢价。内含于股权且高于债权的新增风险，即在无风险利率之上的新增部分。

（3）具体公司的风险溢价。针对目标公司的具体风险水平，所做的新增回报率调整值。

表9-4列示了普通股的典型成本（不涉及具体日期、行业或经济环境）。

表9-4　普通股成本

大盘股（标普 500）上市公司	中小盘股上市公司	微盘股上市公司	较大和较强的非上市公司	风险投资人和更小 / 更弱的非上市公司
10%	15%	20%	25%	30% 35% 40%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

资本资产定价模型的基本变量和局限性

在计算上市公司的股权成本时，通常使用的量化工具是资本资产定价模型（CAPM）。实际上，这种模型是用于描述和量化投资者行为的一种资本市场理论。有关资本资产定价模型的详尽论述，可以参见相关的金融教科书。

可以用资本资产定价模型确定非上市公司的股权成本。当然，最常用的企业是那些适合于成为上市公司的企业。通常，资本资产定价模型不适用于估值非上市公司，因为这个模型的内置假设，不仅与非上市公司投资者的条件不一致，也没有足够的整体类似性。在检视CAPM的成分之前，为了更明确地强调这一点，让我们来看看这个模型内置的那些假设。

• 在天量的投资市场上，所有终端投资者的财富都是微不足道的，而且，他们都属于单期预期效用型。在选择投资组合时，他们的判断依据是每个组合的预期回报和和标准差。

• 基于一个特定的无风险利率，所有投资者都能够借入或贷出无限量的资金，而且，对任何资产的卖空行为都没有限制。

• 所有投资者对所有资产回报的预期值、方差和协方差，都有一致的评估值（也就是说，投资者有着完全一致的预期）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

• 所有资产都具有完全的可分享性和完美的流动性（也就是说，以当期的价格能够随时变现资产）。

• 没有任何交易费用。

• 没有任何税赋。

• 所有投资者都是随行就市的人（也就是说，所有投资者认为他们自己的买卖行为不会影响股票价格）。

• 所有资产的数量是既定和不变的。[1]

有一点应该很明显：资本资产定价模型背后的很多假设，都不适用于表现在非上市公司的投资。这种投资极少具备充分多元化的特征，不仅流动性很差，而且，交易费用大，另外很多时候，投资者行为是受税赋结构驱动的。例如，资本资产定价模型内置的假设是充分的多元化组合，但它在这里却要面对单个公司投资价值的评估。鉴于这种差异，在增补型资本资产定价模型（MCAPM，本章随后将会讨论）里，很有必要为具体公司的估值加进一个风险溢价。上述不足使得在评估非上市公司股权时资本资产定价模型的效果要差一些，特别是对较小的非上市公司。不过，为了有效地把股权成本予以量化，必须理解资本资产定价模型的运作原理。为此，我们随后会对这个原理进行概述。之前，首先让我们认识一下，在贴现率推导过程中起着关键作用的三个要素。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（1）无风险利率；

（2）股权风险溢价；

（3）特定公司的风险溢价。

资本资产定价模型公式对这几个成分进行了量化：

$R_e=R_f+\beta$（ERP）

这里：R_e是预期回报率，即市场必要回报率（required rate of return）的代理指标；R_f是无风险回报率，即无违约风险的固定回报率；β是贝塔，即特定证券波动率指标，是与市场总体波动率（即是系统性风险）相比较的某个特定证券波动率的指标；ERP是股权风险溢价（普通股的长期平均回报率超出无风险的长期平均回报率的部分）。

简言之，股权必要回报率（普通股资金的成本）等于无风险回报率和股权风险溢价（经贝塔修正）之和。股权风险溢价量化了一种较高的回报率（投资者对股权高出无风险利率的新增风险所要求的回报率），而贝塔在理论上衡量的是具体公司的系统性风险。更明确地说，贝塔量化的系统性风险是：目标股票的市场价格波动率与股票市场整体风险或波动率之比。有几个不同的数据来源经常提供上市公司的贝塔值，但每个来源贝塔的计算方式只有些许的不同。总之，对于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

上市公司的股票（它相比于整个市场波动的运动轨迹可持续地予以追溯），投资者要求的必要回报率（或R_e），可以通过资本资产定价模型予以精确地计算。为了计算较大的非上市公司股权成本或交易清淡且市场价格不能准确地表达投资者预期的上市公司的股权成本，也可以采用资本资产定价模型。在这个过程中，要分析类似于目标公司的那组上市公司的贝塔（波动率的表述方式），通过这种分析，可以推导出目标公司的合理贝塔。

表9-5例解了如何利用资本资产定价模型推导出股权资金成本——这里不涉及具体的公司、日期或经济背景条件。

表9-5　股权成本的资本资产定价模型推导

	基本数据		
R_F	截至评估日	=	4.0%
β	基于那个行业的上市公司的分析	=	1.2
ERP	历史均值	=	7.0%
	资本资产定价模型计算		
R_e =	$R_f+\beta$(ERP)		
12.4% =	4.0% + 1.2 × 7.0%		

可以用下述方式对上述计算进行解读：截至评估日的无风险回报率或安全资金的成本是4%。就平均而言，从长期来看，大盘股投资者要求得到一个7%的股权风险溢价——高于无风险利率的长期平均回报率部分。虽然市场作为一个整体反映的系统性风险为1.0，但一份有关具体上市公司波动性（以贝塔指标衡量）的研究揭示，那些具体公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的波动性要大于整体市场的波动性。基于目标公司与样本上市公司（贝塔推导自这些公司）的相似性，7%的这类公司的整体市场回报率会有一个20%的增幅，即增至8.4%。至此，若加进无风险利率，得到了目标公司普通股的必要回报率：12.4%。

与非上市公司相比，上市公司的规模通常更大且投资更多样化。因而，要想基于某个行业的一组上市公司的波动性，为非上市公司计算一个合理的贝塔，若不是一件不可能的事情，也是一件很困难的事情。通常，资本资产定价模型对目标公司要求的因素太多了，以致无法通过贝塔来进行量化。

[1] Jay Shanken and Clifford W.Smith,“Implications of Capital Markets Research for Corporate Finance,”Financial Management 25（Spring 1996）：98-104.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

增补型资本资产定价模型

为了克服这些局限，一种称为增补型资本资产定价模型（MCAPM）被开发出来。这种模型主要包括两个追加的溢价成分，为评估必要回报率的方法增添了精确性。

增补型资本资产定价模型（MCAPM）可以表述如下

$R_e=R_f+\beta$ （ERP）+SCP+SCRP

这里：R_e是预期回报率，即市场必要回报率的代理指标；R_f是无风险回报率，即无违约风险的固定回报率；β是贝塔，即特定证券波动率指标，与市场总体波动率（即，系统性风险）相比较的某个特定证券波动率的指标；ERP是股权风险溢价；SCP是小公司风险溢价，即必要回报率之上的又一个新增部分，目的是为了处理较小公司群体的特有风险；SCRP是具体公司的风险溢价，即必要回报率之上的又一个增幅或减幅，取决于目标公司的优势或劣势，被称作非系统性风险。

SCRP（也称作阿尔法（alpha））意在反映非系统性风险（产生于目标公司而非市场的风险）。在增补型资本资产定价模型里，要想把贝塔捕捉的那些风险要素（反映市场的系统性风险）与囊括在阿尔法里的那些风险因素（仅反映目标公司的风险）区分开，是一件很困难的事情。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在推导股权资金的成本时，如果能找到一组与目标公司十分类似的上市公司，那么，增补型资本资产定价模型就是最有效的。当有一组3~6个类似的上市公司可用时，分析一下它们的经营特征和财务特点，把它们与目标公司进行比较。评估一下反映在它们贝塔值上的系统性风险，考虑一下所处行业或细分市场的背景条件，然后分析具体公司的风险因素或阿尔法。在有这种可用的信息时，可以通过增补型资本资产定价模型计算这类非上市公司的股权成本，并能得到相当可信的计算结果。

表9-6例解了一个运用增补型资本资产定价模型推导股权资金成本的过程，但它不涉及任何具体的公司、日期或经济背景。在本章后面，将会在“伊博森回报率数据简介”中，介绍SCP和SCRP的来源。

表9-6　推导股权成本——用增补型资本资产定价模型

	基本数据	
R_f	截至评估日	= 4.0%
β	基于那个行业的上市公司分析	= 1.2
ERP	历史均值	= 7.0%
SCP	历史均值	= 4.0%
SCRP	确定于 SWOT 分析和其他风险评估	= 5.0%
	增补型资本资产定价模型计算	
R_e =	$R_f + \beta(ERP) + SCP + SCRP$	
21.4% =	4.0% + 1.2 × 7.0% + 4.0% + 5.0%	

这种MCAPM计算结果（21.4%的股权成本）比表9-5中CAPM的应用结果（12.4%）高出9%。9%的差额是源于MCAPM计算中使用了SCP和SCRP两个因子。表9-6的例解认为：相比于表9-5所示的较大公司（风险较小

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

且必要回报率为12.4%），估值规模较小且风险更大的企业，需要追加9%的回报率作为补偿。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

扩展模型

作为使用CAPM或MCAPM确定股权成本的替代方式，扩展模型也认可股权成本的基本三要素。

（1）无风险利率；

（2）股权风险溢价；

（3）特定公司的风险溢价。

在概念上，扩展模型遵从MCAPM公式，但除掉了贝塔因子——因为这里假设贝塔值为1（整体市场的平均波动率）。因此，相关公司相比于整个市场的风险水平的所有差异，必须反映在规模溢价和具体公司的溢价上。这里隐含的假设是：一家公司引起其贝塔值大于或小于1的具体风险因子，必须表现在SCRP里。在数学上，这个公式通常表述为：

$$R_e=R_f+ERP+SCP+SCRP$$

虽然公式里的每个因子已经予以了定义，但还应该对它们进行更详细的阐述。这种市场数据最常见的来源是《伊博森SBBI估值年鉴》——由晨星公司每年出版发行。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

无风险利率

作为理论上的无违约风险利率，它在美国市场上最常见的表现方式是美国政府20年期债券的回报率。基于以下原因，伊博森从1926年起，就选择这种20年期回报率作为研究对象：

• 伊博森想要一个较长的投资期；

• 伊博森当时想把经济大危机这个事件包括在内，认为它是较长时期应该发生的事件之一；

• 对于这种研究所需的较为可信的数据记录而言，1926年是最远的一个年份；

• 20年期的美国国债是年限最长的债券。

伊博森也推出了更短投资期的风险溢价，但在考虑市场公允价值或投资价值（就正常经营的企业而言）时，这些长期回报率几乎总被用来反映这些投资的长期特性。

股权风险溢价

股权风险溢价（ERP）辨认的是一种追加风险，即与投资一组公开交易的大公司普通股（通常被称为大盘股）相关的、超出无风险回报

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

率的新增风险。

小公司风险溢价

小公司风险溢价（SCP）反映的是投资于小上市公司普通股（规模取决于股权市值）相关的新增风险。长期而论，盘面价值较小的股票更具波动性，但它们提供的回报率要高于较大的公司。这也是为什么小盘股及其基金在某些投资者中会受到欢迎。

具体公司的风险溢价

具体公司风险溢价（SCRP）的成分反映的是具体公司和具体行业的风险。虽然它的确认是判断性的，但它有相当的准确性，也经得起推敲。它应该反映企业所处竞争环境的分析内容，包括行业外部要素和公司内部要素——这些都没有体现在回报率里（也正是这种溢价要做的）。要想确定用于企业估值中可信赖且经得起推敲的回报率，这里最重要的是把企业的竞争分析与这种风险溢价的选择联系起来的能力。

风险和价值动因及其重要性因公司而异，例如，不良的存货周转率会毁掉零售企业或批发企业的盈利能力，但对于一个服务性企业却

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

不是那么重要。在认识到这种判断能力是一种必需的要件之后，让我们在下面列示一些具体公司常见的风险要素，并逐一予以简述。

• 缺乏资金通道。尤其是在把非上市公司与同业的上市公司相比较时，记住，它们常常面临的困境是无法募集到足够的借贷资金或股权资金。在评估它们的成长前景或多元化能力时，也必须考虑到这个现实。还要注意：当一个所有者个人为企业的贷款担保时，该公司的有效利率多半会超过贷款合同所示的利率。

• 所有权结构和股权转让限制。对于非上市公司的股权，由于没有公开交易的股票市场，通常是无法变现的，特别是小股东的股权，更是如此。非上市公司的股份往往内含掣肘，对转让条件有严格限制。常见的一种是面对某个特定价格的优先购买权。特别是小股东面对的这种掣肘，严重限制了它们投资的变现能力。

• 公司的市场份额和行业的市场结构。较小的公司通常都是处在一个细分行业或这个行业的一个细分市场上——它有着相当的市场份额及竞争优势。市场领头羊可能具有特殊的优势，比如，具有能给它带来品牌影响力或定价能力的专有技术。此外，还必须检视这个行业的结构。比如，在其他所有公司的市场份额各自都不超过5%时，握有20%市场份额的公司，也许就能够左右这个行业。不过，在有两家公司各自持有40%市场份额的市场里，仅持有20%份额的公司，会处在很弱的市场地位。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

• 管理的深度和广度。对于较小的和中等规模的公司，它们的管理团队往往内含某种管理缺憾，使得它们有一个或多个区域的管理短板。在考虑公司核心功能的优势时，需要评估一些相关要素，包括质量控制、生产能力、推广和销售能力等。

• 严重依赖具有核心知识、主要技能或关键人脉的个人。这是小企业常见的情况，即公司里某个人或几个人具有核心的技术、关键的生产技能或要害的客户关系。与较大的企业相比，这种特性往往都会增加小公司或中型公司的风险程度，因为这类公司的成功都与这类个人是否在公司紧密相关。

• 营销和广告推广能力。对于与大得多的对手或全国性连锁企业竞争的较小企业，它们往往缺乏融资能力或营销的专业知识，因此，无法有效地告知其潜在客户群自己产品或服务的优势。例如，和全国性连锁店相比，独立的零售商可能有着一样或更好的零售价格，但这家全国性连锁店具有提升其价格低廉形象的能力——这恰恰是独立店通常缺乏的竞争优势。因此，由于没有这种告知潜在客户的能力，所以即便具有优质的产品、更好的服务或价格，这类独立店也会丧失市场份额。

• 产品和服务的宽度。专业性公司常常借助于细分市场的聚焦，来构筑自己的优势，但这种产品聚焦会由于缺乏多元化和过度依赖有限市场，为公司带来相关的风险。有些专业性公司可能会发现，它们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的最大客户都采取着这样的政策：只与提供宽泛产品线的供应商打交道，逼着它们要么拓展产品线，要么把自己卖给一家更大的公司。

• 购买能力和相关的经济规模。由于规模之故，较小的公司往往无法获得较大竞争对手那样的成本效益或生产效益。无论是通过大宗交易折扣，还是把产能成本应用于更大的产量，在一定的经营领域和市场范围大公司都具有明显的优势。

• 经营设施的状况和眼前的资本支出需求。除了确定眼前的资本支出需求等其他因素外，合理的估值还包括下述项目的评估：经营设施的位置及合理性、这些设施的过时程度、转为其他用途的适应性、逾期养护的难度、相关土地的价值和品牌的内涵。鉴于资源的更多限制，这些因素通常对小公司具有较大的负面影响。

• 客户集中度。这个问题折磨着许多中小企业——它们往往是通过为最大的客户提供额外服务而逐渐发展兴旺的。不过，在这个过程中它们有时变得更加依赖这些客户，这些客户占据了它们销售总额的一个过大的比重。

• 供应商关系及其可靠性。为了专心于创造某些竞争优势，小公司往往会把主要的经营或生产部分转包给它们过于依赖的供应商。因此，对这类小公司而言，一种常见的现象是：时机、质量或所需资源的定价等控制权都比较缺乏。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

• 分销能力。产品线较宽的大公司通常都有地区性或全国性的分销系统，能够确保其市场份额的稳定和产品形象维护。对于没有自己分销网络的公司，它们销售额的一个比例必须依赖经销商，或不得不面对高得多的分销成本。例如，向杂货连锁店供货的单一的食品生产商，不可能有产品线较宽的全国性公司一样的影响力，无法影响店内货架空间的决定权，结果只能是接受吸引力最差的位置。与客户直接接触通道的缺乏，局限了这类公司向客户提供必要注意力的能力，因此，很难维系客户的忠诚度。这种与客户直接接触的不足还会阻碍有助于优化客户需求的反馈，不利于品牌价值的发挥。

• 与技术变化趋势同步的能力。资金渠道很少的公司往往缺乏足够的研发资源，因此，会发现自己很难与相关市场上的技术发展同步。这类技术匮乏的公司往往不得不面对一个无法回避的需求：在不远的将来，必须承担大额的资本支出或把资源分配到极为有限的产品研发项目上。这不可避免地带来一些问题，如过时的产品或服务、妨碍未来的成长以及市场份额的丧失。与此同时，大公司则会处在更有利的地位，展现它们的技术专长，为满足新兴的客户需求开发新产品，使客户能够选择它们最先进的产品。与此同时，它们不用太在意是否能取得较低的成本和出现较低的技术绩效。

• 保护知识产权的能力。许多公司都有专有技术工艺，是其知识产权的主要部分。在保护知识产权方面，这些公司主要依赖商业保密

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

法、保密流程制度和授权安排。不过小公司往往面临这样的困境，即如何为保护知识产权采取合适的步骤，以便足以防止它们的技术被盗用。

• 国外竞争日益增长的威胁。面对日盛的国外竞争，小公司往往受制于资源不足之困，无法调整自己去适应这种竞争在定价、成本、产品等的变革所带来的变化。

• 诉讼、环境和不利的监管问题。虽然所有公司都面临这些问题，但资源稀少的小公司更易遭受这些因素的负面影响。如果面临诉讼困扰、遭受与环境污染相关的压力或者遇到不利的监管变化，那么，它们取得未来预期现金流的风险将会更大。

• 会计信息的深度、准确和时效以及内部控制。上市公司面临向监管机构提交严格会计报告的要求，这种结果一般都会改善公司管理层的可用信息。在小企业，这类数据往往缺乏，这个问题可能会妨碍管理层正确评估公司的业绩，而且，潜在的投资者可能会质疑这些数据的质量。

在考虑这些具体公司的风险要素（SCRP）时，要相当小心。某些因素通过下述项目已经被考虑了：增长率的选择；内含更高销售成本或经营成本的回报。这种慎重要求是为了避免双重计算，即把同一个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

因素既计入增长率，又内置于回报。在确认任何可用的贴现率和溢价时，也应该注意避免这种双重计算问题。

除了这个列表中有关中小企业特别重要的问题外，对任何企业都应该进行有关盈利能力和增长能力的评估。通常，这些问题主要反映在以SPCM或MPDM计算的公司回报预测里。还有更重要的：在确定具体公司的风险要素时，引起相关风险的那些因素，需要予以认真地梳理分析。

扩展模型——采用达夫&菲尔普斯的规模研究数据

就像早先提及并会予以更详尽解读的，在从事过往回报率的研究时，伊博森回报率数据把股权市值作为一个“规模”指标使用。《达夫&菲尔普斯风险溢价规模研究》（Duff&Phelps Risk Premium Report Size Study，D&P报告）[1]向我们提供了一个可选的股权贴现率，并可以据此确定远期的股权成本。这种确定方式的基础是历史回报率，[2]是基于规模上市公司的组合——外加几个具体财务指标的使用。

D&P报告是通过规模尺度来选择公司，把纽交所（NYSE）的上市公司群拆分成25个按规模排序的组合，并加上美交所（AMEX）和纳斯达克交易所（Nasdaq）的上市公司。然后，D&P报告采用了8个可以相互替代的公司“规模”指标——它们包括股权规模的3个指标（普通股市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

值、普通股面值和5年平均净收益）和5个公司规模指标（已投资本市值、资产负债表报告的资产总额、5年EBITDA均值、销售额和雇员人数）。这些数据是按照25种规模排序类别提供的。这些数据显示出规模和历史回报率之间的反向关系。

[1] 建议读者翻看一下Chapter12 of Shannon P.Pratt and Roger J.Grabowski,Costof Capital:Applicationsand Examples,3rd ed.（Hoboken,NJ:John Wiley&Sons,2008）.

[2] 这个回报指标是建立在红利收益加资本升值之上的，代表税后回报（但包括企业所有者的应付税款）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

伊博森回报率数据简介

这节论述基本上是参考晨星公司出版的《伊博森SBBI2009估值年鉴》的相关内容。这份年鉴是每个认真的评估师都会研读的一本书。

对应用于伊博森年度股权风险溢价系列研究的一般方法的理解，会有助于解读在本章和第7章及第8章所述的几个相关的观点，包括为什么这些比率（在没有进一步调整的情形下）仅适于下一年度的股权净现金流。在这项研究里，还有这样一个假设：一组大型上市公司的股票（比如纽交所的大盘股或标普500指数股，都是购于每年的1月1日（始于1926年）），售于每年的12月31日。每年的投资都应该有一个基于下述假设的回报率：除了当年派发的红利外，这些组合的股票价值都要有一个很强的升值幅度。这个运算过程被一再重复——从1926年开始的每一年，一直到最近的一个完整年份。这些年度回报率是市场回报率，或R_m。对每个相同的年份，20年期美国国债的回报率（设为R_f）是确定的。从每年的R_m里减去R_f，得到每年的股权风险溢价。所有年份的股权风险溢价（ERP）相加并除以年份数量，得到的是长期ERP的算术平均数。在每份SBBI年鉴上，出现的回报率就是对应这种ERP的回报率。

一个类似的做法也适用于这种小公司溢价：使用纽交所的公司或其他美国主要交易所的公司，按照总市值将它们分为十组。每组（称

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

为一个层级）内含纽交所的所有挂牌公司的10%。小公司溢价的计算方式：采集每一层级的实际回报率，并从中减去由CAPM预测的该层回报率。相关的贝塔值会随着每层市值的变小而逐渐增加。这种增量反映了小公司回报率较大的波动性，所以，由CAPM估算的相关回报率也会增大。不过，即便是这些贝塔值增大，它们也不能完全解释这些层级所获的回报率，特别是那些最小公司的回报率。为了厘清影响小公司溢价（SCP）的那些因素，应该消除因贝塔而生成的回报率，分离出仅仅由规模因素形成的小公司溢价（SCP），并剔除有关公司的任何具体风险的影响。

在采用SBBI数据时，一个至关重要的点是：需要读者亲自去查阅数据文本，以便完全理解相关资料的含义。在查阅中，需要注意的点有以下几个。

• 在2008年9月30日，上市公司最大的层级包含了所有纽交所公司总市值的近65%——这个比例突显了那些最大上市公司的支配地位。[1]

• 在所有上市公司的总市值中，微盘股票（第9层和第10层）的市值比例，分别仅为1.38%和0.98%。[2]第9层股票的权益价值都在453254000美元以下，第10层股票的权益价值都在218533000美元以下，[1]这两个数据揭示了微盘股市值要比绝大多数非上市公司价值大多少。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

• 1926~2008年，第1层（最大的上市公司）的贝塔值是0.91，象征着这些大公司的稳定性要高于整体市场的稳定性。相反，第10层的贝塔值是1.41，显示出这些公司的波动性要高于整体市场的波动性，幅度为42%。[1]

• 波动率通常被人们用来标示风险，反映在每一层级公司的算术平均回报率里。随着公司规模变得越来越小及其波动率的逐渐增加，它们的长期回报率也会增加——反映了在接受更高风险的同时，投资者需要更高的回报率作为补偿。

• 在2008年年末，最大公司层级的长期算术平均回报率是10.75%。这个回报率随着每一个相续递减层级而逐渐增加，最大增幅发生在第10层级较小的那一半公司——这里的长期回报率均值是20.13%，而微盘股的平均回报率是17.72%。[2]这反映了公司规模给予投资者的信心，以及它们对缺乏规模的公司所要求的更高回报率。

[1] Morningstar®, Ibbotson®SBBI®2009 Valuation Yearbook（Chicago:Morningstar, Inc., 2009）, p. 90, based on data presented in Table 7-1.

[2] 同上。

[3] Morningstar®, Ibbotson®SBBI®2009 Valuation Yearbook（Chicago:Morningstar, Inc., 2009）, p. 90, based on data presented in Table 7-1.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

[4] Morningstar®, Ibbotson®SBBI®2009 Valuation Yearbook（Chicago:Morningstar, Inc., 2009）, p. 90, based on data presented in Table 7-1.

[5] 同上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

私募资金的成本

由于用公开市场数据估值非上市公司的方法被广泛地接受和使用，所以迄今为止，本章阐述并用于推导资金成本的方法都是来自公开市场的数据。不过，在意识到公募和私募资本市场的巨大差异后，越来越多的智者认识到这种习惯做法的巨大缺陷。简言之，公募和私募资本市场显然是无法相互替代的。它们的差异体现在下述众多方面：风险回报特征、流动性、管理程度、股权定价的时机选择性、市场参与者行为、资本获取通道、投资多样性、市场效率、预期持有期以及资本成本。在Private Capital Markets一书里，罗布·斯利（Rob Slee）解读了非上市公司独有的特征和需求，并在分析和估值非上市公司时，脱离了公开市场公司的金融理论。[1]鉴于资金可选择方式的增加，以及私募资本市场在过去20多年间非上市公司权益转让技术的繁衍，外加对这两个市场巨大差异的认可，私募资本市场理论为推导私募资本成本（PCOC），提供了一个可选择且更加正确的方式。私募资本成本（PCOC）是市场为了把资金吸引到一项特定投资所要求的预期回报率——这里的市场是指为了某项私募投资而提供资金的理性投资者群体。因而，贴现率是源于向非上市公司提供资本的投资者所预期的回报率。在推导应用于估值非上市公司的私募资本成本（PCOC）方面，为了提炼出所需的相关实证，在2009年与普丹大学合作之下，斯利就下述实体从事了一项基于网络的调研：银行、基于资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

产的放款人、夹层融资的提供者、私募股权基金以及风险投资者。图9-1例解了普丹私募资本市场曲线，展示了相比于公开资本市场曲线的私募资本市场上资本提供者的预期回报率。

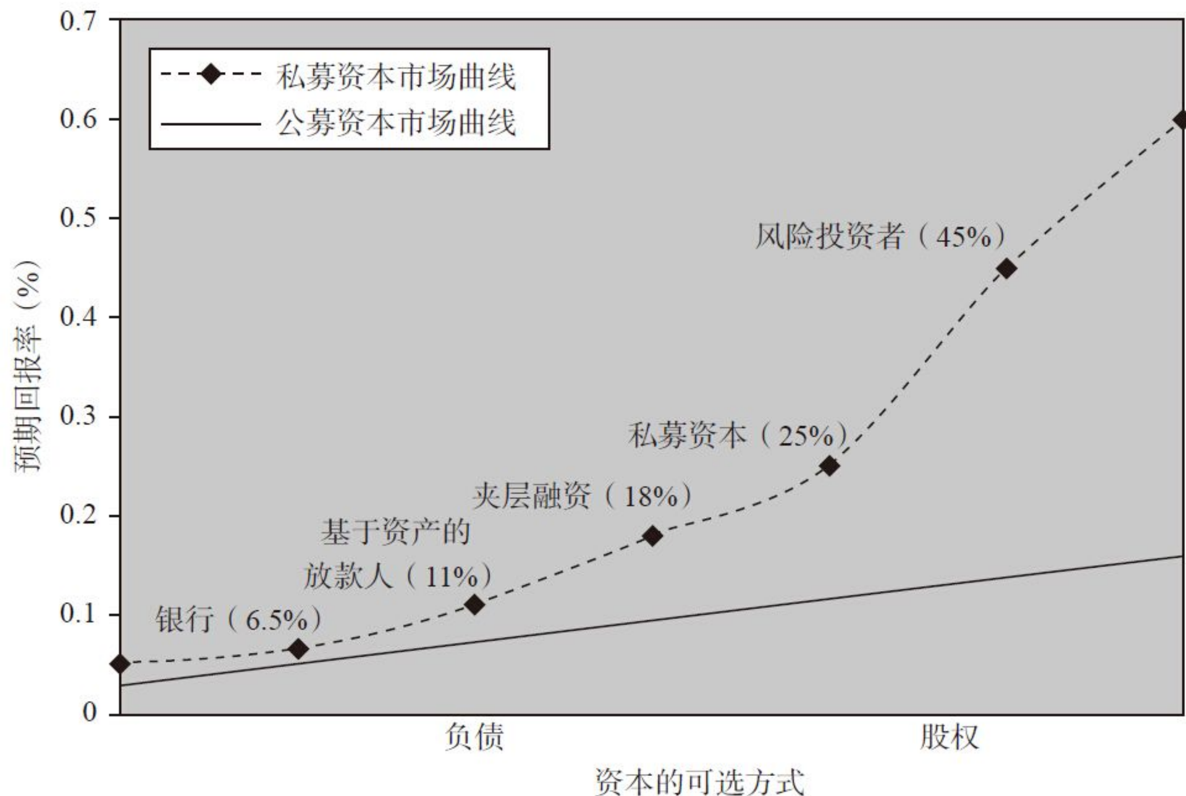


图9-1　私募与公募资本市场曲线之比照

[1] Robert T.Slee,Private Capital Markets:Valuation,Capitalization,and Transfer of Private Business Interests（Hoboken,HJ:John Wiley&Sons,2004）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

国际资本成本

这是一个众所周知的常识：由于政治、监管和经济条件的不同，国与国间的投资风险各异。在第19章，我们将简单介绍国际资本成本的调整方式，并附上了更多相关信息的来源。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

如何推导目标公司的股权成本

在前面的论述中，我们阐述了确定非上市公司普通股必要回报率的三种模型：资本资产定价模型（CAPM）、增补型资本资产定价模型（MCAPM）和扩展模型。由于内置假设繁缛之故，资本资产定价模型（CAPM）极少适用。在这个市场的研究上，如果你能找出几个与目标公司足够类似的上市公司，那么，增补型资本资产定价模型（MCAPM）可能就是一个可以接受的方法。在能够得到相关数据时，可以从类比公司的贝塔值推导出目标公司的贝塔值。在资本资产定价模型和增补型资本资产定价模型里，用贝塔（β）乘上股权风险溢价（ERP）可以反映类比上市公司的风险特性，包括这类公司所处行业的风险内含。在研究了这类公司的相对优势和劣势，并把它们与目标公司进行比较之后，应该就规模和具体公司的风险因素做进一步的调整——它们在MCAPM公式里被表述为SCP和SCRP溢价。

在这个公式的应用中，哪怕是老道的估值师也会纠结于一个问题，即如何区分体现在贝塔值里的风险数量与表述在SCP和SCRP中的风险数量。因此，在使用MCAPM模型时，SCRP调整值通常要小一些，而用于拓展模型（无具体证券贝塔因子）时，SCRP调整值则要大一些。为了避免这种混乱或重复计算的可能性，很多人干脆使用拓展模型而非MCAPM模型。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在使用拓展模型时，这个贝塔值被假设是1，所以，可以把它从这种计算中剔除。如果目标公司的股权价值不足1亿美元，第10层级的规模溢价可能是这个小公司溢价（SCP）更合理的选择。对于股权价值不足2亿美元的公司，第9和第10合并层或微盘股溢价会更适用于这种小公司溢价（SCP）。对于更大的公司，小盘股溢价的选择或MCAPM方法的使用是一种可替代的选择。

一旦规模溢价确定后，分析师就可确立一个基础性的回报率：或是大约18%（如果采用的是微盘股溢价），或是大约19%~25%（如果采用的是第10层级的溢价）。这两种情况的含义应该是：如果一位投资者收购了一个微盘股公司组合的或第10层级规模的公司，并长期持有那份投资，且在过去近75年的美国赚取了一个平均回报率，那么，在享有那份证券高流动性的同时，那份投资会为投资者带来18%或19%~25%的净现金流回报率（剔除了公司相关税款但包含投资者个人所得税）。

必须比照标杆来考虑目标公司的这类投资。多数非上市公司都小于微盘股上市公司，而且，多数的管理都缺乏深度，产品线也较窄，市场份额和客户群较小，资本的通道也不多。在记住这些的前提下，让我们审阅一下对目标公司所做的外部和内部分析，找出目标公司的风险动因和价值动因，并把它们与上市公司相关层级的标杆样本做比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

较。由此，可以量化目标公司的每个风险动因或价值动因，进而确定这个SCRP比率值。

对于SCRP调整的幅度，经验不足的估值师会感到困惑。也就是说，一个具体的价值动因或风险动因应该使SCRP变动1%、还是2%、或是更多？为了便于理解，让我们看看一个（数百万投资者在75年时间里花了数十亿美元）市场已经做出的结论。这个市场以其精确的轨迹刻度向我们展示：对于相对安全的资金而言，其成本Rf（包括通胀率假设）在2000年年底大约为6%。投资者通过自己的投资行为进一步告诉我们：他们对于持有大盘普通股，愿意接受更大的风险，但前提是能得到一个股权风险溢价（ERP）——幅度是追加6%~7%的长期风险溢价（中期和短期的幅度不同），或两倍于无风险回报率的溢价。鉴于历史之故，投资者会进一步补充道：他们会为购买小得多的第10层级规模的上市公司股票而承担另一个额外的风险，但为承担风险阶梯上另一层级的额外风险，他们要求在回报率上再得到一个5%~10%的利益。因此，市场上的投资者从无风险投资，迈向大上市公司股票的投资，再以6%~8%的风险增幅，挺进小上市公司股票的投资。在购买目标公司时，有了这些相对风险增幅的规模为指南后，对具体公司溢价的选择就变成了估值师对投资者在（比照市场的其他选择后）最后一步面临的风险规模所做的评估。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在考虑这些比率时，还有最后一点需要做。这类目标公司大多数都是非上市公司，而这类投资者大都是收购它们的控股权。是的，刚才引用的这种回报率都是那些公开交易证券的回报率，而且，投资者在这里通常都是购买少数股东权益。控股与非控股的任何差异，都应该置于需要计算的相关回报率里。这种比率的调整应该应用在这些回报率里，或在合适的时候应用于随后估值过程的任何贴现和溢价中。但它们不应该反映在这些股权回报率的推导过程中。

买家和卖家常常惊讶于看到25%或更高的股权资本成本。对这类比率值的怀疑或质疑也会随之而来。

在2008年年底市场崩盘前的21世纪初，标普500规模的美国公司的平均市盈率倍数，大约是25倍——这隐含着一个4%的必要回报率。为什么人们会投资普通股，甚至是标普500规模的公司股票，只是为了赚取4%的回报率？对于非上市公司，来自MCAPM模型或拓展模型且高得多的25%的股权贴现率有现实意义吗？

如果需要采取步骤认识各种投资选择之间的区别，那么，从4%到25%的理解之旅就是一个非常好的逻辑之旅。让我们首先认识标普500公司的优势：企业规模、市场份额、资本通道、管理深度、产品线宽度、品牌影响力和分销系统（常常延伸到全球范围）。当与典型的非上市公司进行比较时，即便是选择一家中等规模的上市公司，这些差异也是非常大的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

下一步，让我们看看增长预期。投资者不会为了赚4%的回报率，而以25倍年利润的价格购买股票。相反，它们预期这类股票的价值会在很长的时间里，以很高的隐含增长率增长。就像第8章所述，预期增长率的短期与长期差异是单期资本化法所无法有效处理的。单期资本化法使用的资本化率的倒数（市盈率倍数），也会受困于相同的局限。某些大公司所具有的竞争优势，会为公司提供长期的增长潜力，但这种优势的有效期多半只有4~10年，而非无限期。不过，在股票市场上，由于财务报告的编制方式带来的是单一年份的利润倍数，所以，有时可能会出现很高的市盈率倍数。驱动倍数的突出要素是隐含的利润增幅，以及随之而来的股票价值升值。

技术上的错误也会带来混乱。作为25倍市盈率倒数计算出的4%的比率，实际上是资本化率，而不是贴现率，只能说明过往的利润，而不是用于计算未来净现金流的。由于市盈率倍数（如同资本化率）适用于单年期的回报，它们反映的是预期增长。

表9-7是把4%的这个比率（来自25倍的市盈率倍数）向约25%的股权贴现率进行了转换调整。这里关键的“未知”且需要诠释的差异，多半是大公司股票隐含的10%的长期增长幅度。

表9-7　转换——一家上市公司的市盈率倍数向一家非上市公司股权净现金流贴现率的转换

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

典型的标普 500 上市公司的市盈率倍数	25 倍
市盈率倍数转化为过往利润的资本化率（1/25 倍）	4%
转换为未来利润资本化率的方法：乘上 1 再加上下一年 5% 的隐含增长率	×1.05
未来利润的资本化率	4.2%
基于两者的长期关系，把净利润的资本化率，转换为股权净现金流的资本化率，计算结果是 20%	1.20
股权未来净现金流的资本化率	3.5%

（续）

转换为下一年股权净现金流贴现率的方法：加上大型上市公司的隐含增长率	+10.0%
股权未来净现金流贴现率——未包含规模和具体公司风险因子的溢价（相当于大盘股的算术中值回报率）	13.5%
第 10 层级溢价——来自《2000 年伊博森股票、债券、票据和通胀率》	4.5%
非上市公司典型的具体风险因素溢价	7.0%①
股权未来净现金流的贴现率	25.0%

①这个7%里含有一个增幅，用以确认非上市公司和交易自由且活跃的标普500公司之间的投资流动性差异。这个差异的一般确认方式：采用一个缺乏流动性的贴现率，对所示价值进行贴现。就像在这张表所显示的那样：在把上市公司市盈率调整为非上市公司回报率的过程中，这个差异是作为整个调整的一个组成部分，并通过一个缺乏流动性的贴现率予以补调。

资料来源：Frank C.Evans，“Tips for the Valuator,”Journal of Accountancy（March 2000）:35-41.Reprinted with permission from the Journal of Accountancy,Copyright?2000by American Institute of CPAs.Opinions of the authors are their own and do not necessarily reflect policies of the AICPA.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

为企业资本（或资金）的具体构成要素确定一个合理的成本，是估值过程中最复杂的部分之一。人们对非上市公司的股权成本的了解最少，原因有二：一是这种股权缺乏日常的市场价格；二是缺乏一个固定的回报率。只要采用合适的系统方法并选择合理且基于市场的回报率，我们就可以准确地计算非上市公司普通股的必要回报率或贴现率。在量化具体公司的风险上，需要专业的判断力。相关的经验会给这个过程加分不少。在确定股权贴现率方面，可以在目标公司及其行业竞争分析中，辨识和评估公司的战略优势和战略劣势，并把它们量化为回报率，然后，再用这个回报率贴现和资本化公司未来预估的回报值，以确定公司的价值。因此，估算和确定股权成本的严格规范，能够为我们带来准确的估值——那个能反映目标公司风险动因和价值动因的价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第10章　加权平均的资本成本

在第7章，我们介绍了已投资本的概念（计息负债和股东权益之和）。已投资本也被称作企业价值，这个数值的最常用之处是并购活动，作用是定义被估值公司的投资金额。就像先前强调的那样，由于经营所需资金通常都是来自负债和股本，所以，它的贴现率应该包括负债和股权的成本——称为加权平均资本成本（WACC）。因而，在采用单期资本化法或多期贴现法计算已投资本价值时，我们是用负债和股权成本（WACC）贴现或资本化负债和股权的回报。

加权平均资本成本（WACC）反映的是负债和股权的综合成本，而且，计算权重的资金都是用它们的市值而非面值。表10-1列示了典型的加权平均资本成本比率（注意：它们都不涉及具体日期、具体行业或具体经济背景）。

表10-1　加权平均资本成本

大盘股（标普 500）	中盘股至微盘股	较大 / 较强的非上市公司	较小 / 较弱的非上市公司
5%	10%	15%	20%　25%　30%

当公司使用的低成本负债较多和高成本股权资金比例较小时，它的加权平均资本成本就会下降。一旦达到最佳资本结构的加权平均资本成本时，新增的负债就会导致加权平均资本成本上升——说明这时出现了更高的具有新增风险的财务杠杆。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

最常见的财务问题之一是：不同的相对债务水平的变化是否会对公司价值产生影响，如何影响。即便没有财务杠杆，但很少或没有低成本负债会人为地造成昂贵的全股权WACC。许多非上市公司都设法避免使用负债，这说明有些投资人没能意识到，股权资金也是有成本的（即它也需要一个回报率），而且与股权资金相关的新增风险需要一个比负债高的回报率。不过，对于全股权资本结构，也应该认识到它为企业创造的新增流动性和所降风险——这可能使公司对某些买家更具有吸引力。

在考虑财务杠杆的影响时，需要我们继续聚焦为企业创造价值的那些特征。资金仅仅是许多生产要素之一，而且它通常相对容易追加。由于这个原因，价值极少会因为企业资本结构的变化而出现陡升或猛降。也就是说，投资者一般无法通过调整公司的资本结构来大幅操纵公司的价值。记住，买家能够以更低的负债成本为经营负债再融资，所以他们不会为购买一家杠杆化公司而支付一个溢价。

为了避免这些潜在的价值扭曲现象，应该使用已投资本模型而不是权益模型，来确定负债前的价值（即融资之前的）。进一步的或理智的做法是，把目标公司的负债－股权比率与行业标准相比较（但前提是这些标准是建立于市场价值而非账面价值之上的），以便更好地理解市场化的经营行为。不过，在这个过程中，切记：由于非上市公司通常都缺乏上市公司的资金渠道，所以它们的负债能力较差。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

加权平均资本成本的逼近法

对于上市公司的WACC计算而言，确定合理的负债－股权权重比通常是一件简单的事，因为能很快地得到有关负债股权市场价值的数据信息。上市公司负债的市场价值通常等于账面价值，除非某种票据或债券的所携利率与当期市场利率差异很大；而股权价值则可以用公司股票价格乘上股份数量的方式确定。由此得到的负债和股权的市场价值，决定了它们在WACC计算中的权重。

可以把前面论述过的负债和股权贴现率，用学生通常在大学最初的金融课里见过的计算方式，利用电算表计算加权平均资本成本。不过，在估值非上市公司时，这种计算不仅可能会更复杂，而且通常也容易犯错。所以，我们将用一个简单的WACC例解作为开头，并以此强调如何避免可能出现的陷阱。

表10-2内含的基础性数据将用于随后的几种计算，而表10-3则列示了一个结果为14.4%的WACC的初始计算过程。

表10-2　一家典型公司的WACC逼近过程（基础性数据）　（单位：美元）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

总资产	2 200 000	
其他负债（应付和累计应付款）	200 000	
带息负债	800 000	
总负债	1 000 000	
股权	1 200 000	

（续）

负债和股权综合（面值）			
带息负债	800 000	40%	
股权	1 200 000	60%	
已投资本	2 000 000	100%	
已投资本净现金流			500 000
长期预期增长率			3%

表10-3　加权平均资本成本　（%）

适用比率

股权贴现率……………20

名义借款利率…………10

纳税等级………………40

资本结构（账面价值）

负债……………………40

股权……………………60

WACC 的计算

成分	净率	比率	对 WACC 的贡献率
负债 @ 借款利率（1−t）	6.0	40	2.4
股权	20.0	60	12.0
适用于已投资本的 WACC（账面价值）			14.4

由于非上市公司股权缺乏日常的市场价格，所以它的股权市值和相关的负债－股权权重比都无法确定。如果在WACC计算中使用了错误的负债股权权重比，那就会出现价值扭曲问题，如表10-4所示（推演数据来自表10-2和表10-3）。

表10-4　单期资本化法：已投资本净现金流转换为股权价值（取整数），第2次逼近

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（单位：美元）

已投资本净现金流 WACC 资本化率（14.4%−3.0%）	500 000 0.114	
已投资本的市场公允价值		4 400 000
减：带息负债		800 000
拟算的股权市场公允价值		3 600 000

表10-4的计算结果是440万美元的已投资本价值，从中减去80万美元的带息负债，得到的拟算股权市场公允价值：360万美元。不过，对这些数据的进一步检测会揭示，这个结论与40%~60%的负债－股权权重比相矛盾，而上述计算就是以这个比例为基础的。也就是说，来自表10-3的40%的负债和60%的股权权重比，产生了360万美元的股权价值——等于已投资本所得价值440万美元价值的82%！在计算的这个阶段，我们还不知道合理的负债－股权权重比应该是多少，但我们应该能意识到，它们不可能既是40%~60%，同时又是18%~82%。

解决办法是做第2次逼近计算，使用新的18%和82%的负债股权组合。[1]就像表10-5例解的那样，这次得到的结果是17.5%的WACC，大大高于初始计算的14.4%的WACC。

表10-5　债务－股权组合第2次逼近　（单位：美元）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

已投资本	4 400 000	100%
负债	800 000	18%
股权	3 600 000	82%

WACC 计算
第 2 次逼近

成分	净率	比率	对 WACC 的贡献率
负债 @ 借款利率（1−*t*）	6.0%	18%	1.1%
股权	20.0%	82%	16.4%
适用于已投资本的 WACC（账面价值）			17.5%

在表10-7的负债－股权权重比，是根据表10-6中WACC的资本化率14.5%算出的。同样地，再一次出现了矛盾的结果，但扭曲的量已经减少了。

表10-6　单期资本化法：已投资本净现金流转换为股权价值（取整数），第2次逼近

（单位：美元）

已投资本净现金流	500 000	
WACC 资本化率（17.5%−3.0%）	14.5%	
已投资本的市场公允价值		3 400 000
减：带息负债		800 000
拟算的股权市场公允价值		2 600 000

表10-7　负债－股权组合第3次逼近　（单位：美元）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

已投资本 负债 股权	3 400 000 800 000 2 600 000	100% 24% 76%

WACC 的计算
第 3 次逼近

成分	净率	比率	对 WACC 的贡献率
负债 @ 借款利率（1−t） 股权	6.0% 20.0%	24% 76%	1.4% 15.2%
适用于已投资本的 WACC（账面价值）			16.6%

表10-7引发了第3次，也是这个例子的最后一次逼近法计算（列示于表10-8），而所得的负债 - 股权权重比则列示于表10-9中。

表10-8　单期资本化法：已投资本净现金流转换为股权价值（取整数），第3次逼近

（单位：美元）

已投资本净现金流 WACC 资本化率（16.6%−3.0%）	500 000 13.6%	
已投资本的市场公允价值		3 700 000
减：带息负债		800 000
拟算的股权市场公允价值		2 900 000

表10-9　负债 - 股权组合第3次逼近　（单位：美元）

已投资本 负债 股权	3 700 000 800 000 2 900 000	100% 22% 78%

通过第3次逼近法计算，得到的负债股权价值及其相应的22%负债和78%股权的权重比，与24%负债和76%股权的权重比（该WACC计算所依之基础）大约一致。为简便之故，这个例解中的金额都取整数，而且

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

可以看出，通过追加逼近次数可以继续减少剩余的差异。由此，我们得到了一个基础性结论：用于WACC的负债－股权权重比，必定会产生内在一致的负债－股权价值，反之，这个权重比就不是基于市场价值的权重比。[2]

为了展示逼近法所能得到的结果，这个例子采用了单期资本化法，但若是要用多次逼近法时，实际用的最多的却是多期贴现法。由于使用了多年期的预测就会涉及更多的计算，但就概念而言，这些处理方式都一样。

[1] 本书作者逐渐承认了Jay B.Abrams在这个方法开发上的先锋作用。他的相关论述参见“An Iterative Valuation Approach,”Business Valuation Review 14,No.1(March 1995):26-25,and Quantitative Business Valuation:A Mathematical Approach for Today’s Professionals(New York:McGraw-Hill,2001),Chapter 6.

[2] David M.Bishop and Frank C.Evans,“Avoiding a Common Error in Calculating the Weighted Average Cost of Capital,”CPA Expert(Fall 1997):4-6.Reprinted with permission from CPA Expert,Copyright 1997 by American Institute of Certified Public Accountants,Inc.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

简洁的WACC公式

在采用单期资本化法时，有一个适用逼近法的捷径。在这种计算中，股权的市场公允价值都是下一个公式的因变量，而其余的因子通常都是已知的。

$$E_{FMV}=\frac{NCF_{IC}-D\ (C_D-g)}{C_E-g}$$

式中，E_{FMV}是股权市场公允价值；NCF_{IC}是已投资本净现金流；D是带息负债总额；C_D是税后利率；C_E是股权成本；g是长期增长率。

虽然这个公式的回报是已投资本净现金流，但它可以是不同的回报，比如，已投资本净收益。为了避免股权价值的扭曲，这个回报的任何变化都必须伴随着该回报成本的相应变化（如贴现率）。在第20章的案例研究里，我们将对这种不同回报的使用提供相应的例解。

为了了解这种计算的结果，我们在这个公式里采用了来自前一个例子的数据：

$$2\ 800\ 000=\frac{500\ 000-800\ 000\times(0.06-0.03)}{(0.20-0.03)}$$

所得的280万美元的股权价值，与80万美元的带息负债相加，得到360万美元的已投资本的市场公允价值。在表10-10所示的WACC计算表

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

格里，我们得到的权重比是大约22%和78%，以及WACC的结果值：16.9%。这个计算反映的结果可以通过本章前面演示的逼近法取得（如果继续做追加逼近计算并不取整数的话）。

表10-10 WACC的计算

成分	净率	比率	对 WACC 的贡献率
负债	0.06	22%	1.3%
股权	0.20	78%	15.6%
适用于已投资本的 WACC			16.9%

为了确认这些结果，从16.9%的WACC减去3%的长期增长率，得到13.9%的资本化率。用13.9%对已投资本的净现金流进行资本化，得到了显示于表10-11的相关价值和负债－股权百分比（得到了与推导WACC所用的一样的负债－股权比率）。

表10-11 单期资本化法：确认WACC权重比的正确性 （单位：美元）

已投资本的净现金流	500 000	
WACC 资本化率（16.9%−3%）	13.9%	
已投资本的市场公允价值	3 600 000	100%
减：带息负债	800 000	22%
拟算的股权市场公允价值	2 800 000	78%

因此，这个简便的公式算出了与市场公允价值一致的负债－股权权重比，删去了用单期资本化法进行多次逼近的计算之繁。不过，简化的公式极少能够省掉基本的常识和理智的判断。从这个案例的推演来看，我们需要认真审核这些计算结果，看看所得负债－股权权重比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

是否与行业的一般结构和趋势相一致。还要意识到：这个公式使用的负债－股权的具体成本必须适用于所得的负债－股权权重比和资本结构。例如，如果这个公式算出的资本结构内含很重的财务杠杆，那么可能就必须调整与这个负债－股权相关的成本，以便与这个结果一致。[1]

[1] Frank C.Evans and Kelly L.Strimbu,“Debt&Equity Weightings in WACC,”CPA Expert(Fall 1998):4-5.Reprinted with permission from CPA Expert,Copyright©1998 by American Institute of Certified Public Accountants,Inc.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

资本成本计算中的常见错误

在运用资本成本的这些原则时，通常会出现几个问题——若它们的答案错了，就会带来不良的投资选择。

• 作为计算WACC逼近法的一种捷径，能否使用来自下述行业机构的负债－股权权重比的行业均值：企业发掘者（BizMiner）、英特格（Integra）或罗伯特－莫里斯协会（RMA）的年度报表研究？

在计算这些行业负债－股权平均值时，这些行业机构的依据大多是企业提交的没有经过调整的财务报表。不过，即便是把这些数据加总，也不能消除这样一个问题：这个权重比是建立于账面价值，而非市场价值。用于计算这种均值的非上市公司的财务报表，很可能反映了企业所有者的一些典型意图：所得税的最小化或其他目的。实际上，任何这种做法都可能改变企业股权的账面价值（相比于市场价值），而股权的市场价值主要是未来预期现金流的函数。总之，这些信息源不可用，因为它们不反映市场价值。

行业均值通常反映过往的回报率（基于会计信息计算）。因为投资是基于未来的事情，所以，反映投资者历史选择的过往回报率的使用，会引起价值的严重失真。为了例解这个问题，让我们采用来自RMA的两个股权回报率数据（实际上，RMA这个比率的表现方式是：税前收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

益/净值）：来自盈利能力较强行业的回报率是40%，较差行业的是10%。如果采用单期资本化计算法，从这些比率计算相关的价值，同时，假设年度回报值为100万美元，那么，所得结果如下：

1000000/40%=2500000（美元）

1000000/10%=10000000（美元）

注意：采用来自盈利能力较强行业较高的40%回报率，得到的却是较低的价值，而来自盈利能力较低行业的较低的回报率，则给出了较高的价值。这展示了一种潜在的价值失真问题，即用过往利润与可疑的账面价值之比的指标所带来的价值扭曲问题。就像在第2章中所说，有效回报率的推导方式应该是：当期市值计算的现金投资与未来这项投资收到的现金回报（红利和/或资本升值）之比。而所得的回报率则反映了以市值支付的价格与实际现金回报之比。

如同在前两章所述，晨星公司出版的《伊博森资本成本年鉴》（Ibbotson Cost of Capital Yearbook）是一个基于市场的回报率数据来源。这个深受大盘股影响的年度出版物，内含的行业财务数据信息如下：收入、盈利能力、股权回报、各种比率、资本结构、股权成本以及基于市场价值而非账面价值的加权平均资本成本。

• 公司价值在多大程度上受制于目标公司的资本结构（无论它有几分财务杠杆）？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

对买家而言，目标公司现行的资本结构不会对其投资价值产生很大的影响。这不仅是因为买家有另外的融资运作通道，还因为资本通常只是价值的促进剂而非创造者。既然战略投资者是带着资本进入这项交易，那么，对于这种买家，目标公司的资本结构就几乎算不上一个重要问题。如果目标公司面临流动性问题或有过多负债，这项劣势可能会降低其独立的市场公允价值。相反，如果目标公司携有能被这种买家承接的低成本融资，就会增加它的价值。激进的买家还可能指着把目标公司的资产作为一个抵押来源，为其收购活动进行融资——当然这是一个融资问题而非估值问题。

• 买家是否应该使用他们自己公司的资本成本或最低可接受比率评估目标公司，而不是为目标公司计算合理的WACC?

在着手交易时，明智的买家和卖家既清楚目标公司独立的市场公允价值，也知道它对潜在战略买家的战略价值。当然，要想确定这个市场公允价值，就必须计算目标公司的WACC，进而计算出目标公司作为一个独立企业，对其现行所有者的目前价值。

为了确定对战略买家的投资价值（为反映协同效益而调整了预期利润或净现金流之后），让我们从买家的资本成本开始。应该就这个反映了买家所有优势的比率做些调整（需要考虑目标公司的风险内含）。例如，一家WACC为12%的大公司，可能会考虑3家风险水平各异的目标公司，并分别赋予它们14%、16%和18%的WACC水平，以反映它们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

针对这个买家的不同风险水平（当然是在其整体WACC为12%的既定背景下）。简言之，这个WACC的作用是提供一个与可见投资风险相适应的回报率，而不是反映买家的风险内含或资本成本。

收购方在评估每次收购价值时，若都使用相同的最低比率标准，那么，这实际上是在假设每次收购的内携风险水平都相同（这几乎是不可能的事件）。单一标准的资本成本比率通常会低估一项更加安全的投资（实际享有更低的资本成本），并高估风险更高的投资（需要一个更高的资本成本）。

就风险水平而言，各种投资内携的差异很大。为了使价值最大化，买家和卖家都必须能够辨识和量化风险。在并购活动中，这主要是通过运用收益法来完成的——在此，风险通过资本成本表述。

有很多金融理论都致力于量化负债和股权的资金成本，并通过一个WACC把它们综合起来。当这些方法运用得当时，可对风险进行准确的衡量，并在这个过程中管理相关风险，使回报最大化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第11章 市场法：运用类比公司和战略交易

作为确定并购价值的一个依据，市场倍数被广泛地引用，但它们常常被误用。以这种方式作为本章的开篇，并不是说我们打算阻止大家使用这种倍数；相反，我们是建议大家在使用这种倍数时，要设法避免价值扭曲的问题。

由于很多做并购的人几乎没有市场倍数方面的培训或经验，所以，本章将温习这种方法的基本步骤，提供相关的使用建议，并提示需要慎重之处。

市场法的基石是替代原则，即“人们为一个事物所支付的价格，不会超过购买同样理想替代品的成本”。因此，对于市场法而言，价值的确定是基于一种相关价格：一种已经在相关市场上支付给了类似事物的价格。对于什么公司可被视为“类似”、何种市场“相关”的解读，则需要专家级的判断力。在选择何种倍数度量目标公司业绩时，专业技能会给我们不少帮助。同时，合理确认这些市场倍数，看它们是否反映了控股权或非控股权价值，也需要相关的知识。最后，对于确定何种倍数适合于特定的目标公司，判断的分量仍然很重；这个倍数可能来自一组公司倍数值区间的均值或中位值，或这个区间内或区间外的某个倍数。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

与并购估值相关的市场法包括两种主要具体方法：并购交易法（交易法）和类比公司法（类比法）。它们源于不同种类的交易，会带来不同类型的价值，所以，必须清楚它们之间的区别。对于任意一种方法，都可以采用不同的倍数或比率计算价值。这些相关的阐述会出现在本章的“估值倍数的挑选”一节。

由市场法确定的价值，像收益法，包括了企业经营中使用的有形资产价值。如果企业拥有剩余的经营资产或非经营资产，可以对这些资产进行单独评估，把相关价值和经营价值相加，得到整个企业的价值。在第12章，我们将论述这种处理方法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

并购交易数据法

交易法主要涉及购买企业控股权益时所支付的价格，特别是上市公司支付的价格。在这些交易中，公众知晓的买家往往是公开上市的公司，因为非上市企业在做收购时，通常不透露财务信息。另外，这些交易通常是战略性的，也就是说，买方收购的是处在相同行业或类似行业的企业，目的是为了获取各种协同效益或其他集成效益。因此，绝大多数时候，这种交易所付价格反映的是：被购企业对于那个具体买家的战略价值，而不是市场公允价值（即财务投资者支付的价格）。

要想交易法产生合理的价值指标，交易数据必须是来自与目标公司非常相似的公司。另外，收购目标公司的预期协同效益，必须与反映在过往交易数据里的那些协同效益有足够的相似性，以便得到一个合理的比较基础。因此，要想有一组能用于分析的倍数值，就需要有足够数量的战略交易案例。在做战略交易时，市场对买方的动机可能没有完全理解。买家可能是纯粹基于防御动机从事某项收购，目的是为了把一个强大的竞争对手拒之某个市场之外。类似地，与收购所能产生的真正潜在利益相比，为目标公司支付的价格可能似乎异常得高，但这项收购可能使得买方在其他方面提升了利润。在行业的整合

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

期，这种价格和相应倍数可能会显著增加，同样，随后也会迅速下降。由于这个原因，对于战略交易必须予以认真仔细的分析。

由于交易数据反映的是控股权益的收购，所以，由此产生的是一个基于控股权的价值（这些数据一般适用于与其他并购交易进行直接比较）。战略收购及其相关倍数反映的协同效益和其他利益，也会有别于您正在考虑的交易的协同效益和其他利益。所以，在进行数据比较时一定要小心慎重。

同样，明智的做法是：仔细研究一个行业，辨识正在推动并购活动的因素。这类情况可能是短期性质，即，当众多买家正在利用暂时出现的机会频繁出手时，这些因素会在短时内推动价值和倍数走高。例如，在20世纪90年代，有几年护理保健业务价格出现飙涨，就是因为管理保健规范和其他监管制度的变化所致。不过，监管制度的再次改变，又导致价值迅速下降。在21世纪00年代，殡仪馆业和保险代理业也经历了类似的飙涨现象。因此，要对临时出现的畸变现象进行分析，评估它们对价值的长期影响。

交易数据的真正好处是：它可以揭示某个行业里那些门儿清的战略玩家正在做什么，以及他们在战略交易中所支付价格如何。当这类信息的量足够多时，这些交易的所选价值或风险动因，也可为业内公司提供有关的经营和并购指引。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

为了例解交易法的运用，假设目标公司是一家通用制造公司，在2008年初，于市场上崭露头角。这家目标公司的销售额大约是300万美金，具有比行业标准高的利润，生产设施先进，原材料储备充足，但作为一家独立的企业，却只有较小的增长产能。一份截至数据采集日的行业研究报告显示：

• 产品的商品属性妨碍了公司和产品的差异化；

• 规模经济决定了收入和成本的协同效益潜力；

• 服务的客户群和区域市场越广，就越为公司提供更多预防区域或行业下行的保护；

• 近来行业的并购活动强劲；

• 普遍较低的股票价格造成低廉并购机会的出现。

在既定的行业背景之下，我们从公开的信息渠道采集了列示于表11-1中的交易数据。

表11-1　通用制造业的战略收购

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

日期	买家	卖家	溢价
2007/11/04	Megalo Manufacturing，S.A 1. 买卖条件：全部现金 2. 支付价格等于每吨产能 195 美元 3. 支付价格反映了 6 倍的远期 EBITDA	Reddington Holding，Inc.	51%
2007/09/02	Industrie de Belgique，S.A. 1. 买卖条件：全部现金 2. 支付价格等于每吨产能 235 美元 3. 支付价格反映了 8 倍的远期 EBITDA	Mountain Industries，Inc.	45%
2008/03/30	Touchdown，Inc. 1. 买卖条件：买方的股票	Ciano Corporation	27.5%
2008/02/27	Consolidator Corporation① 1. 买卖条件：全部现金	Blue Industries，Inc.	43%

①最近的报价被Blue Industry拒绝（截止日是2008年2月28日），这个报价于4月5日失效。

当所涉公司是上市公司时，可以从公开的信息渠道获得大量的信息，如交易的性质和条款、支付的价格及所产生的倍数。表11-1中的前三个交易均完成，最后一项未能成交，原因是卖家拒绝了买方的报价。

这些交易表明，在处于整合的这个行业里，战略买家为目标公司支付了大幅的溢价——大概高于市场公允价值的40%。从这个初步的信息出发，有必要对买家和卖家做一次彻底调查，评估他们（至交易截止日）的状况、意图和选择。不过，有一点很明显：在谈判的过程中，无论是这个市场的买家还是卖家，都能从每次交易产生的数据和相关资料中，大受裨益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

必须考虑迄今为止我们讨论过的许多问题，诸如行业情况、公司规模、市场定位和其他竞争因素。例如，表11-1列出的最后一项交易是一个不成功的案例——这是由该行业世界第二大公司Consolidator，报价收购行业第三大公司Blue Industry的尝试。在确定小得多的目标公司的价值时，如此规模的两家公司之间的潜在交易细节是否有关联，还需要我们做进一步的分析。不过，这种数据的确清楚地展示了（截至这个日期前后的）这个行业战略买家的定价模式。

买家和卖家应特别小心中介机构所报的交易倍数。中介机构向卖家提供这些倍数，是作为它们代表卖家所提交易策划案的部分内容。然后，在把目标公司向潜在买家推荐时，投资银行家或经纪人会使用相同的倍数，并基于这些倍数为所报价格提供依据。如果这种战略交易或基于这些倍数的交易，不代表当期市场或者与目标公司不够相似，那么买家和卖家就会被卖家代理所误导。没有足够的类似性，引人注目的倍数也无济于事。买家和卖家都需要认识到这种价值畸形的潜影。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

交易结构

在分析交易倍数时，另一个需要谨慎的地方是交易的构架问题。这里的核心是：这项交易是出售资产，还是出售股权？这个主题将在第15章进一步详细论述。股权出售涉及买方公司和售股股东之间的直接交易，即股东出售股权交换成以现金、股票、票据和其他形式表现的价值。出售资产涉及买方公司和卖方公司的交易，即卖方公司的资产（包括全部或部分有形资产和无形资产）交换成以现金、股票、票据和其他形式表现的价值；然后，卖方公司把资产销售进项款分配给出售股东。也就是说，出售资产仅仅涉及买方接受企业的资产，通常不管负债；而在出售股权的交易中，负债跟资产一起走。

在绝大多数的评估中，估值的对象是企业的权益。权益包括所有资产减去所有负债。通常这里不会有什么混淆之嫌，除非有些评估方法把这视为一项资产出售交易。在这种情况下，所得价值必须进行调整，把不准备转让的资产和负债都包括进来，以便确定权益价值。

作为一个通则，通常是采用下述公式，把出售资产的价值与出售股权的价值进行比较：

转让给买家的资产-转让给买家的负债=转让的净资产（=支付的对价-收到的对价）[1]+卖家留下的资产-卖家留下的负债=卖家的权益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

通常留下的资产是现金、应收账款（一定账龄之上的）、“不良”库存，以及非经营性资产，如公司的汽车。通常留下的负债是应付款项及预提费用。就其他负债（如银行债务及租赁）而言，每一个并购交易的内容都不同。

[1] 原文“Net assets transferred（=Consideration paid/received）”，疑为有误，应为“Net assets transferred（=Consideration paid-received）”。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

类比上市公司法

类比上市公司法确定的价值，是以与目标公司类似的上市公司在证券交易所的交易价格为基础。就像交易法，类比公司法的价值是通过使用倍数确定的，即通过倍数把交易价格和某些经营业绩或财务状况指标进行比较，以确定价值。这种结果通常反映了可变现的少数股东权益的价值（也可以是可变现的控股权益，取决于所采用的回报），因为类比公司交易的股份都是以证券形式表现的、随时可以变现的少数股东权益。因为并购最常见的是收购非上市公司的控股权益或上市公司的一个部门，所以，以交易法获得的价值，有必要做一些调整，以反映类比公司和目标公司之间在控股权和流动性方面的差异。

在美国，超过17000家上市公司需要以电子版形式，向美国证券交易委员会（SEC）提交报告。所以，可以通过美国证券交易委员会电子数据收集和恢复系统（EDGAR），方便地得到相关上市公司的数据。这个数据库包括美国证券交易委员会规定的10-K年报、10-Q季报和以其他形式披露的资料。此外，可用的还有对这种信息进行了加工提炼的商业性电子数据库。因为收集和分析上市公司数据变得愈发便利，所以类比上市公司法得到了更加广泛的应用。但是，就如第19章所述，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

有一个日益盛行的观点流派认为：无法用类比上市公司法估值非上市公司，因为公开资本市场和私募资本市场有很大区别。

应用类比上市公司法面临的第一个挑战，就是要找到足够多的与目标公司足够类似的上市公司，以便提供合理的样本数进行比较。电子数据收集和恢复系统（EDGAR）所用的搜索参数，是标准行业分类（SIC）代码和北美行业分类系统（NAICS）代码；而通过商业数据库搜索和甄别数据，则可以使用许多其他的参数，例如销售量或收益水平。这些网上信息资源还提供了有关这种数据的摘要，方便使用者根据经营或业绩标准，迅速便捷地检索公司。因此，如果初步搜索到25个潜在的类比公司，然后参照这组摘要数据进行复审，就可以剔除一些不符合标准测试的潜在公司。一旦类比公司数量降至10~12家，还可以做进一步分析，把公司数量优化到4~7家，作为这个市场代表。

由于目标公司的某些特点，许多搜索并不是那么有效。比如，由于目标公司的规模、行业或生产线之故，可能几乎没有可用于比较的类比公司。当初步搜索没有找到足够的类比公司时，搜索标准可以放宽，追加若干NAICS代码或SIC代码，或者拓宽行业定义。不过，对这种定义需要时刻小心谨慎，还要外加合理判断，因为我们是把由这组类比公司构建的细分市场，作为评估目标公司的指南之用。类比公司与目标公司差异越大，结果就越不可靠。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

如果基于行业参数的最初搜索，就甄别出足够数量的潜在类比公司，那么，我们必须应用进一步的筛选标准，来确定与目标公司最相似的那些类比公司。当然，有许多不同的标准可用，但下述这些都是普遍公认的标准。

• 规模：通用的指标是销售量。

• 产品或服务：当类比公司有多个产品或服务线时，就必须把这些和销售量一起考虑，在类似性上与目标公司的进行比较。

• 服务的市场：根据地域、客户、产品或技术，可以把市场分为不同的部分，每一部分都会影响公司成为类比公司的适宜性。

• 财务绩效：这里的差异往往体现在产品线、质量，或服务市场的区别上。在比较目标公司和类比公司时，这些因素都应该考虑。

考虑到这些标准，大的著名的上市公司，尤其是企业集团，很少能成为合适的类比公司。它们的经营规模、产品种类、市场广度和财务实力，使它们很难成为与中型公司进行比较的类比公司。如果非要做这种比较，那么，在整个价值确定的过程中，要特别小心用于比较的倍数和权重。

就像目标公司的财报可能需要调整非经营性或非经常性项目，类比公司的财务报表也需要做相关调整，目的都是为了准确展现公司最

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

真实的经济业绩。若一家或若干家类比公司应用的会计方法与目标公司相异，也需要调整。

一旦选好了类比公司，并选定和计算了它们的经营倍数，那么，就必须确定适用于目标公司的倍数。作为这个过程的第一步，我们首先审视影响行业风险和价值最大的那些竞争因素。在记住这些因素之后，好好看看你分析中所用的那组类比公司的倍数范围。例如，假设你选择的倍数是众所周知的市盈率，那就看看这组类比公司市盈率的数值范围。在评估这个数值范围时，需要考虑每个公司的业绩表现与各自的优势和劣势。通过这个分析，要设法辨别市场根据什么特征和业绩赋予公司较高的倍数，以及依据什么给予公司较低的倍数。在这个过程中，也要把目标公司的经营业绩、产品系列和其他特征，与类比公司的联系起来分析。也就是说，找出与目标公司相似性最大的那些类比公司，然后，计算和分析类比公司市盈率的平均值和中位数、上下四分位数和从最低到最高的数值范围；还要进一步看看类比公司倍数的统计离散性，要特别注意它们的变异系数（一个能显示这个倍数数据一致性和可靠性的指示）。

接着，回头看看行业最有影响力的那些价值动因和风险动因，并根据这些要素，把目标公司与每一个类比公司进行比较。然后，比较目标公司和类比公司的重大财务绩效指标，比如，利润率、资产利用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

率、资产回报率和流动性。依据这些定性和定量因素，比照类比公司的每一个相关项以及整体情况，排列目标公司每项和整体的位置。

基于这种比较，可以评估目标公司的实力是否相当于类比公司组的平均数（算术平均值或中位值）。如果不是这样（相比于上市的类比公司，较小或中等规模的非上市公司通常都较弱），那么，对于目标公司而言，类比公司组的均值或中位值指标都显得偏高。总之，选择类比公司的均值或中位值倍数，意味着目标公司的实力与这组比较公司的平均水平相当。

如果这些类比公司的平均实力看起来强于目标公司，那么，接下来可以把目标公司与倍数最低的一两家类比公司相比较。当然，所有类比公司的实力都强于目标公司的情形并不少见，在这种情形下，为目标公司所选倍数会在这组类比公司的倍数值之外或之下。这种结果并不说明类比上市公司法无效，相反，它意味着正在考虑各种投资（包括这些类比公司和目标公司及其它们各自的风险水平）的投资者，为目标公司支付的盈利倍数将会低于较强的那组类比公司。

增长率通常是驱动较高市场倍数的一个因素。因而，需要认真地审视收入和利润的过往增幅和预测增幅。当然，还有更重要的，即要认真研究类比公司里促进增长的那些要素，并评估它们未来增长的前景。然后，对目标公司应用同样的分析，但首先应该基于其独立运作进行这种分析，再基于其作为买家的一部分来做这种分析。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

借助上述分析，为目标公司选择一个合适的倍数。这个倍数应该反映竞争状况，即反映行业里驱动风险和价值的那些要素，同时，也要反映目标公司相对于类比公司及其各自倍数的优势和劣势。最后，在与类比公司倍数的均值、中位值和数值范围进行比较时，目标公司的所选倍数也应该合情合理。

另外，应用类比上市公司法最大的好处之一是：它给了我们一个机会，对该行业的公司做一个彻底的分析，以便确定是什么驱动了它们的价值。在这个分析的过程中，人们通常还能更好地洞悉为这些公司创造优势和成功的战略，并能更好地了解妨碍公司发展和滋生问题或导致劣势的那些特征。当然，这些结论不仅应该与行业分析相一致，并且还要和影响价值最大的那些竞争要素相适应。借助这种真知灼见，有时会使市场法的神秘感消失，而且，相关的价值会更加易于理解和量化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

估值倍数的挑选

在实践中，人们使用的各种市场倍数不少。有些十分受欢迎，而且在某个具体行业得到了广泛的接受。与此同时，有些行业人士在他们所做的任何评估中，都使用同样的一种或两种倍数。

我们建议这种选择要小心慎重，因为不同水平的经营业绩或财务状况的倍数可能披露目标公司的不同信息。另外，市场数据和公司业绩可能只允许使用某些倍数。例如，在技术或新兴行业，许多类比公司还是处在发展阶段或相对较新，许多这类公司还无法创造利润，所以收入可能是仅有的经营指标，倍数只能依据它来确定。不过，不少公司的最终业绩却是收入无法弥补支出，所以收入就无法准确地描述它们的业绩或价值了。

如第7章所述，在并购中，分析师都会考虑目标公司控股权的收购，同时，他们也不想在自己的分析中出现因目标公司当期资本结构所引起的扭曲问题。在运用市场法时同样的道理也适用，人们更愿意用已投资本模型，而不愿直接对权益进行估值。因为这种倍数的分子不是股票价格，而应该是已投资本的市场价值（MVIC是一家企业的所有普通股、优先股和带息负债之和——不包括现金）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

相应地，当这个分子表现的是负债和股权价值时，那么分母也必须做对应的匹配（我们将会在下一节“常用的市场倍数”里解读）。如果采用已投资本的倍数估值普通股，那么优级证券（即带息负债和优先股）的价值，就必须从所得的已投资本市场价值里减去，以便得到公司权益的拟算价值。

还必须认真地考虑使用这种倍数或比率的时间段。合理的做法应该是类比公司倍数的时间段，和目标公司倍数的时间段基本一致。通常的时间段包括最近一个财年、最近的12个月、未来预期的12个月，或过往若干年的均值。若这个比率涉及一项资产负债表的指标，比如权益或资产，那么就应采用最近可用的资产负债表日期的数据。

由于类比公司财年的结算日不尽相同，所以，这些数据的时点各异。明智的做法是：要认真仔细地考虑这些差异的影响，特别是公司所处行业为周期性行业，或程度低一些的季节性行业时。在某些情形下，仅仅一个季度的时间差异就会带来很大的影响。

同时，也要小心市场层面的总体起伏，特别要小心波动性行业或动荡的市场活动期。在这些情形下，股票价格及其倍数会在一个较短的时间内出现很大的变化。这种现象再次提示我们，需要认真评估整体市场趋势，关注类比公司股票价格和倍数的长期变化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

最后，在采用交易法时，若遭遇经济周期发生改变，要特别注意。例如，就2005~2007年间的高估值和丰富的融资通道而言，该期的交易数据与始于2008年衰退期的数据没有关联性。即便是可以得到这种经济下行期的交易数据，但这种交易可能是企业处在困境时的无奈之举，不是一家健康企业价值的准确反映。不过，在某种程度上，2001年衰退期的交易数据可能与始于2008年衰退期的数据更有相关性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

常用的市场倍数

虽然各种各样的市场倍数频现于各种金融文章和著作，但仅有几个得到了广泛的认可和使用。下述所列倍数的使用可能会有差异，但它们都是在并购估值时使用最多的倍数。

• P/E。市盈率（price/earnings），如果不是最受欢迎的倍数，肯定也是最有名的倍数。普通股的价格是分子，税后收益是分母。这个倍数适用于大多数盈利的公司（它们不仅有稳定的资本结构，而且与所选类比公司的资本结构一致）。这个股权倍数能够直接产生股权价值。

• MVIC/R。已投资本市场价值/收入（market value of invested capital/revenue），又一个受欢迎的倍数。这个倍数有一个基础性的假设，即在一个同质性的产业中，人们可以自信地预期这些公司的收入，都能够产生基本一致的利润或现金流。在诸如餐饮业等特定行业，这个倍数还可消除因采用利润倍数而可能引起的目标公司和类比公司之间在利润定义上的矛盾。在与收入有关的倍数中，通常在分子上更多反映的是价格，但在分子上使用已投资本市场价值更加合适。在分子上使用价格会产生混乱，因为这种价格是股权指标，而分母却是基于债权和股权回报的指标。收入是衡量经营结果的一个指标，是利润表中利息支出前的数据。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

• MVIC/EBIT或MVIC/EBITDA。已投资本市场价值/息税前利润或已投资本市场价值/息税折旧摊销前利润，被广泛用于并购领域。这些回报指标包括了债务持有人的利息支出回报，所以，分子必须是股权和债权的市场总价格。人们报出的息税前利润倍数或息税折旧摊销前利润倍数，通常都缺乏依据，特别是卖家或其中介机构报出的这种倍数。因此，应该时刻警惕并质疑这种倍数，查明它们的来源（如果有的话），并弄清楚它们是如何推导出来的。这种数据一般都是源于谣言或推测，基于游走于某一行业且无法证实的所谓支付价格的传说。这些倍数有时是来自某个单一的战略性交易，反映了交易对象对某个特定买家独特的协同效益，即其他任何收购交易都不具备的协同效益。当推导得当时，这些倍数能让人们真正看清相关的投资价值和市场公允价值。这里的关键是：要确保这些倍数是建立在适合于比较的那些交易的合理的计算基础之上。

如果不是对债权人和税务当局负有义务的话，无论是息税前利润还是息税折旧摊销前利润，它们都会是公司已经挣得的利润。这两个倍数都是税前和债前利润的倍数，因此，反映了可以用来还债和给付股东的利润，而且在息税折旧摊销前的情形下，还包括资本支出（假设折旧和摊销总体反映了资本支出的基本水平）。就其本身而言，它们衡量的利润仅仅体现了公司的经营业绩水平。因而，虽然这些倍数是从类比公司推导出来的（市盈率倍数的最大缺陷之一），但在与类

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

比公司进行比较时，被估公司在资本结构或税负水平上是否与它们存在着巨大差异，已经无关紧要了。

在非现金支出（比如，折旧）的会计处理差异不大的地方，息税前利润倍数会更好用。在消除折旧政策的差异和接近公司实际业绩上，人们特别愿意用息税折旧摊销前利润倍数。不过，在运用这两个倍数时，要小心下述几个方面的问题：它们是如何推导出来的，它们是否反映了合理的经济（周期）调整，以及它们是否适当地反映了未来的增长潜力。

在把这些倍数视作一种价值指标时，要意识到它们的几个局限性。就其定义而言，它们忽略了利息和其他支出，这些可能占据某些公司现金流出的一个很大的部分。此外，它们还忽略了因资本支出和经营资金变化而引起的现金支出，所以这种做法与现实相异。换言之，若存在经营资金的增长和巨额资本支出，那么，这些倍数最终会导致价值高估。更甚者，息税折旧摊销前利润根本没有涉及利润的质量问题，并且无视不同会计政策所致的现金流质量的差异。不过尽管它们有这些或那些不足，但这两个倍数都是合规的价值指标。

• P/CF。价格/现金流（price/cash flow），这里的现金流不是净现金流，而是总现金流，即净收益加上折旧和摊销（和某些行业里的损耗）。之所以没有选择净现金流，是因为很难估算每家类比上市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

公司的净现金流（记住：净现金流的构成应该以预期经营资金所需的总计列示，而不是简单地使用过往的那些数据）。

• P/BV。价格/股本净值（price/book value），这里的book value等于资产负债表上的股东权益（它不是一个价值指标）。这个倍数曾经在银行业的并购估值中很盛行。虽然常常被引用，但这个倍数不是一个可靠的业绩指标或价值指标，因为对公司业绩或公司财务状况的准确衡量而言，它基本不着边际。

还可以计算一些其他的倍数，但刚才阐述的倍数是最常见的。在实践中，有些倍数在某些行业变得特别受欢迎。在遇到这些倍数上，应该对它们进行慎重的评估，以便确定它们是否能准确地表现价值。为了分析，在表11-2、表11-3和表11-4，我们例解了如何计算和展示食品分销业5家上市公司的各种倍数。

表11-2　权益型倍数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

类比公司	股票代码	年底每股价格（美元）		最近 12 个月的每股盈利（美元）		股票市盈率倍数
AMCON Distributing Co.	DIT	65.99	/	13.83	=	4.77
Core-Mark Holding Co., Inc.	CORE	32.96	/	4.43	=	7.44
G. Willi-Food International Ltd.	WILC	6.30	/	0.12	=	54.36
Nash-Finch Co.	NAFC	37.09	/	4.05	=	9.15
Spartan Stores, Inc.	SPTN	14.29	/	1.55	=	9.24
SUPERVALU Inc.	SVU	12.71	/	(13.95)	=	NM
Sysco Corp.	SYY	27.94	/	1.87	=	14.95
United Natural Foods, Inc.	UNFI	26.74	/	1.43	=	18.74
均值						16.95
中位值						9.24
类比公司市盈率最近 5 年的简单算术平均数						
类比公司	股票代码	年底每股价格（美元）		每股 5 年平均利润（美元）		股票市盈率倍数
AMCON Distributing Co.	DIT	65.99	/	2.19	=	30.07
Core-Mark Holding Co., Inc.	CORE	32.96	/	1.23	=	26.82
G. Willi-Food International Ltd.	WILC	6.30	/	0.19	=	33.38
Nash-Finch Co.	NAFC	37.09	/	1.40	=	26.54
Spartan Stores, Inc.	SPTN	14.29	/	1.21	=	11.85
SUPERVALU Inc.	SVU	12.71	/	(0.74)	=	NM
Sysco Corp.	SYY	27.94	/	1.68	=	16.62
United Natural Foods, Inc.	UNFI	26.74	/	1.13	=	23.73
均值						24.14
中位值						26.54

表11-3　已投资本型倍数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

类比公司	年底每股已投资本市场价值（美元）		最近 12 个月的每股 EBIT（美元）		已投资本市场价值与 EBIT 的倍数
AMCON Distributing Co.	116.69	/	26.84	=	4.35
Core-Mark Holding Co.，Inc.	32.33	/	6.56	=	4.93
G. Willi-Food International Ltd.	4.38	/	0.17	=	26.13
Nash-Finch Co.	62.99	/	6.73	=	9.36
Spartan Stores，Inc.	22.59	/	3.18	=	7.11
SUPERVALU Inc.	49.86	/	5.55	=	8.99
Sysco Corp.	30.64	/	4.01	=	7.65
United Natural Foods，Inc.	32.03	/	2.60	=	12.31
均值					10.10
中位值					8.32

（续）

类比公司最近 12 个月的已投资本市场价值与 EBITDA 之比率					
类比公司	年底每股已投资本市场价值（美元）		最近 12 个月的每股 EBITDA（美元）		已投资本市场价值与 EBITDA 的倍数
AMCON Distributing Co.	116.69	/	28.96	=	4.03
Core-Mark Holding Co.，Inc.	32.33	/	8.70	=	3.72
G. Willi-Food International Ltd.	4.38	/	0.16	=	26.75
Nash-Finch Co.	62.99	/	10.37	=	6.08
Spartan Stores，Inc.	22.59	/	4.63	=	4.88
SUPERVALU Inc.	49.86	/	10.28	=	4.85
Sysco Corp.	30.64	/	4.81	=	6.37
United Natural Foods，Inc.	32.03	/	3.24	=	9.90
均值					8.32
中位值					5.48

表11-4　权益型和已投资本型倍数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

类比公司最近一个资产负债表结算日的市净率

类比公司	年底的每股价格（美元）		最近的每股净值（美元）		每股价格与每股净值的倍数
AMCON Distributing Co.	65.99	/	41.46	=	1.59
Core-Mark Holding Co., Inc.	32.96	/	30.30	=	1.09
G. Willi-Food International Ltd.	6.30	/	4.56	=	1.38
Nash-Finch Co.	37.09	/	30.81	=	1.20
Spartan Stores, Inc.	14.29	/	11.79	=	1.21
SUPERVALU Inc.	12.71	/	12.79	=	0.99
Sysco Corp.	27.94	/	6.28	=	4.45
United Natural Foods, Inc.	26.74	/	13.04	=	2.05
均值					1.75
中位值					1.30

类比公司最近 12 个月的已投资本市场价值与收入之比

类比公司	年底每股已投资本市场价值（美元）		最近 12 个月的每股收入（美元）		已投资本市场价值与收入的倍数
AMCON Distributing Co.	116.69	/	1 583.92	=	0.07
Core-Mark Holding Co., Inc.	32.33	/	611.01	=	0.05
G. Willi-Food International Ltd.	4.38	/	8.04	=	0.54
Nash-Finch Co.	62.99	/	404.41	=	0.16
Spartan Stores, Inc.	22.59	/	114.55	=	0.20
SUPERVALU Inc.	49.86	/	203.61	=	0.24
Sysco Corp.	30.64	/	77.68	=	0.39
United Natural Foods, Inc.	32.03	/	80.69	=	0.40
均值					0.26
中位值					0.22

在审视这些表中的数据时，要考虑到前面论述中所谈及的一些观点，即如何通过类比公司的数据，为目标公司挑选合理的倍数。首先，让我们考虑哪个或哪几个倍数最能表现目标公司的价值，包括是否应该使用股票价格倍数，或是采用已投资本倍数。看看这些倍数的数值范围和由其产生的均值倍数和中位值倍数。如果出现了异常值，应该进行调整。例如，表11-2G.Willi-Food公司的EBITDA倍数是个异

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

常值，可能需要从这个样本中略去。同样，让我们看看与四分位数相关的数据：第一个四分位数代表的是第25百分位；第二个四分位数代表的是中位值；第三个四分位数代表的是第75百分位。在规模、产品、市场、经营和财务属性方面，就它们与目标公司的相似性上，应该对表中列示的每家类比公司进行认真的评估。在这个案例里，由于大多数公司的规模较大，这些倍数不适用于较小的公司，例如帕斯腾公司（Pastene），而更加适用于评估值非常大的食品分销商，例如肯斯食品公司（Ken’s Food）。然后，应该基于这些倍数的数值总体范围及其均值和中位值，重新审核一下看似与目标公司最类似的那些公司的倍数。在评估哪个倍数最适合于目标公司时，还应该把目标公司的优势和劣势与类比公司进行比较。

在为目标公司选择倍数的过程中，着眼点是选择一个合适的数字，一个能够准确定位目标公司相对（于那些可替代投资的）地位的数字。如果目标公司的这个数字接近等于那些可选投资的平均数，那么，接近均值或中位值的倍数就是合适的；相反，如果目标公司弱于所有的那些可选投资，那么为它所选的这个倍数也应该反映这个事实。

记住：由类比上市公司法产生的倍数反映的是：少数权益股东为了可变现证券所支付的价格。如果用从这种数据获取的倍数，确定非上市公司控股权益的价值（通常就是这种情况），那么就有必要对这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

种差异进行调整，而调整的程度则要视被收购公司权益的控股性和可流通性而定。然后，当这个调整过的倍数被应用于目标公司的控股型回报时，得到的价值就具有控股性和流动性。

本章开篇给出了一个警示：在对企业价值进行评估时，对市场法推导出的倍数常常存在着误用现象。这种警示很有必要，因为这种数据在很多时候被误读。不过，市场法能够提供有关行业价格与趋势的大量信息（截至评估日）。对于一个战略买家而言，交易法推导出的是一个控股型的可变现价值，揭示的是行业里见多识广的买家，愿意为目标公司支付的价格。而类比上市公司法反映的则是财务买家支付的价格，揭示了公司的市场公允价值——无论是控股型的或非控股型的可变现价值。要想成功地运用这两种方法，有两个要求：一是要有与目标公司足够类似的公司且要有足够多的这类公司的并购量，以便能构成一个市场；二是要能够获得有关这些交易的足够多的数据，以便可以做一个全面的分析。在收集和分析这种数据的过程中，可以得到许多有用的信息：在这个行业和这些公司里，是什么导致了风险、提升了价值。这些信息对分析目标公司很有裨益。此外，对这些市场信息的温故，应该可以完善对目标公司的竞争分析（这个工作已经在估值过程中完成）。总之，为了得到准确的价值评估值，必须小心慎重地使用市场法，然而由于它有很好的启示性，我们强力推荐这种方法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第12章　资产估值法

到目前为止，我们重点论述的价值是通过战略收购创造的。两家公司合并产生的协同效益，可能使收入增加、支出减少，而且它们还可以在协同经营中获取其他的效益。通过比较合并前和合并后的回报现值，并考虑到其中的风险变化，我们就可以把这种利益予以量化。

然而，不是所有的目标公司都是以这种方式评估的。有时，收购者的主要目的是为了获取目标公司所拥资产的控制权。此外，资产估值还可能在下述两个方面很重要：一是在资本密集型产业，一是在可以出售有价值的非经营性资产来弥补一些收购成本的收购中。有一些目标公司运行不佳，只能带来很少回报或没有回报。没有回报意味着公司的独立经营没有产生净现金流，因此，也就没有一般无形价值。在一般无形价值缺席的情况下，作为一个独立经营实体的公司价值，就只能来自公司资产的出售额（一种有前提条件限制的资产销售额）。

因此，在大多数情况下，当买家的主要目的是为了获取某些具体的有形资产和无形资产，或目标公司价值仅限于具体的有形资产总额（因企业经营失利无法产生无形价值）时，通常使用资产法（有时称作成本法）来评估企业价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

资产法通常会被投机型买家所用，因为它们常常寻找那些在困境下出卖自己资产的企业所有者。一个典型的例子就是那种非常依赖某个关键人物（通常是创始人）的家族企业——这个关键人物要么是丧失行为能力，或者是离开公司且无人代替。这种不幸的情况通常不会总是以快速或意外的方式发生。更多的情形是：所有者可能花了很长时间，但没有培养出接班人，或对他们孩子的能力抱有不切实际的预期，或不想让他们接手；随着时间的消逝，被选接班人无法到位，或证明所选接班人无法胜任，而首席执行官可能出现精力和健康衰退之状。在领导力不足的情况下，公司绩效可能陡降，客户开始失去信任感并开始寻找其他供应商。结果是公司的无形价值迅速缩水甚至全然消失。

精明的买家，有时称作抄底者，一直在寻找这种机会，特别是在目标公司刚刚丧失某种关键品质时，绝佳机会豁然浮现。在这种情形下，作为一个独立经营实体，目标公司通常只拥有有形资产价值，这类所有者不得不以相对低的价格出售自己的企业。

同样的结果（极少或零无形资产价值）可能发生于正在快速整合或产能过剩的行业。整合的驱动要素往往是规模经济、新技术、销售或分销方式的变化，致使规模较小的公司丧失独立经营的竞争力。在这些情形下，一个公司的经营效率即便是处在最佳状态，客户服务也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

不错，但这个企业也可能不会有一般无形价值（商誉），因为竞争条件的改变会使它们丧失作为一个独立经营实体的竞争能力。

这种情况在商界很普遍，特别是当管理层没有及时调整企业，使企业无法适应不断变化的竞争环境时，更是如此。聪明的投资者通常会对行业和企业自身情况进行日常监控，评估它们的长远竞争力。当竞争环境使得他们处在不利地位时，他们就会改变经营方式或者把企业清算掉，去寻找回报更好的投资。错过这种应对机会的所有者，通常被迫以公司的资产价值出售企业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

账面价值与市场价值

“账面价值”和“净账面价值”是会计术语，不幸的是它们都包括了“价值”这个词。然而，账面价值很少反应市场价值，因为它通常反映了按会计准则确定的资产历史成本的未折旧净值。折旧的做法与资产的实际净值几何没有任何关系，所以，认为公司所拥具体资产的价值相当于公司的账面价值的想法是很傻的。市场价值取决于很多要素，包括现有的替代品、技术的变革和通货膨胀。一些资产，如交通工具的市场价值有迅速下降的趋势，而另一些资产，如房地产，通常有增值的趋势。由于这个原因，在资产价值对企业估值的结果影响很大的地方，明智的做法是对相关的主要资产进行估值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

价值的前提

持续经营或清算是利用资产法或成本法的前提。在持续经营的前提里，假设企业将继续经营并且资产价值是按“在使用中”的价值进行评估。相反，如果假设一个企业经营将停止，并出现清算，那么，这就是在清算前提下的评估。在有序清算的前提下，对相关资产的估值是以这些资产出售的收入为准，而且，有序清算提供了一段合理的时间，使产品能够以尽量高的价格一份一份地出售。在强制性的清算前提下，资产是在强制性的销售环境下估价的，例如拍卖环境。在任何一个假设前提下，资产出售的净进项款必须考虑减去清算业务所涉及的费用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

应用资产法评估缺乏控股权的权益

在考虑收购或出售非控股或少数股东权益时，使用资产法进行评估不合适。因为这个方法是依据所售资产收入来决定价值的，所以，它隐含着一个假设，即被评估权益具有决定资产出售的权力。除非某个法律协议有相反的规定，否则，少数股东权益一般都没有能力决定资产出售事宜或决定把这种现金所得款项支付给这种权益的所有者——除非控股股东同意。同样，对于剩余现金或非经营性资产，小股东也按比例有份的看法，通常也不靠谱，特别是存在着控股股东的情况下。相反，控股股东可以决定是否出售资产，其次，控股股东可以决定是否向股东分配出售资产的收入。

然而，当评估非控股权益时，不适用资产法的这个原则也有例外。在这种情况下，需要运用两个贴现率，即，一个流动性缺失的贴现率和一个控股权缺失的贴现率——第13章将会讨论这些问题。

一个例外出现在估值控股公司的情形。当这种公司持有资产的目的是为了升值时，按照收入法和市场法的评估，这些资产带来的回报通常不足以支撑一个与之相匹配的价值。在这种情况下，通常就是因为这类企业所拥有的这些资产，对这个市场的买家有吸引力，所以，使用资产法更加合适。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

另一个例外出现在一些处在经济或产业低迷期的企业。例如，建筑业往往受经济衰退的不利影响比其他大多数行业大，导致从未来预期现金流得出的价值，要远远低于来自资产法的价值。在这种情况下，按照市场公允价值标准，无论是对潜在买家还是对潜在卖家，资产法可能更适合。此外，在下述情况下通常会使用账面价值调整法（下一节讨论的主题）：一是有形资产和流动资金按市场计价的情形；一是无形资产（如未交货订单总额）可以帮助确定建筑公司股权价值的情形。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

账面价值调整法

无论是确定市场公允价值或是清算价值，资产法的一般做法是调整公司资产负债表的相关科目，把基于会计准则计算的账面价值调整到市场价值。在这些科目调整的过程中，要包括加上不在资产负债表上的资产，删除所有资产负债表中缺乏市场价值的资产。对具体资产的调整涉及下述因素的考量。

现金

现金通常不需要调整，但也有例外。而最常见的例外出现在现金头寸过多或不足的情形。

应收账款

应该考虑的问题是应收款是否100%都可以收回来。如果不是，要扣除不能收回的应收款——需要考量的主要因素如下：

- 公司历史上收到的应收款占总应收款的比例；
- 应收账款的账龄评估；
- 坏账占总应收账的行业比率；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

• 公司授信政策；

• 宏观经济状况；

• 公司所处行业的状况和前景；

• 公司主要客户（若有的话）的现况与前景；

• 公司客户所处行业的现况与前景；

• 公司是否因为尚未收回销售的应收款，而拖欠销售人员、制造商代表，或其他销售代理的佣金或其他收益。如果有，这部分支出要从应收账款的资产价值中扣除。

存货

根据行业（如零售、批发或制造）不同，公司存货的构成各异。在大多数情况下，存货包括一个以上的以下类别。

• 原材料：由于生产所需购买的原材料还没有使用，它的估值原则可以采用后进先出法（LIFO）、先入先出法（FIFO）或平均成本法。这种原材料可能需要调整，以反映跌价、废弃淘汰或其他类似的原因。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

• 半成品：已经开始生产加工但还没有完成、最终需要出售的产品或服务。这种价值应该等于从结算日起的原材料累计成本，加上直接劳工费及适用的管理费。如果预期到经营活动可能中断，那么，库存品的出售价值可能会非常低。

• 成品：假设这些成品的变现能力没有问题，那么，它们的价值应该等于生产总成本或重置成本，不计利润。

后进先出法（LIFO）、先入先出法（FIFO）或者平价成本法，这些库存成本流转法的差异，通常会对利润表和资产负债表造成重大影响，因此必须进行调整。当一个公司使用的是后进先出法时，[1]其财务报表附注提供的是后进先出库存储量的金额。如果一个公司没有附注，而且它采用后进先出法（罕见的情况），那么该公司的会计师应该能够提供必要的信息，以调整资产负债表。在通货膨胀期间，先进先出法记录的时间较早，降低了利润表的存货成本——由此，降低了已售商品成本，提高了毛利和应税所得额。这个方法使得近期成本较高的（最接近当期市场价值的）存货留在资产负债表中。因此，先进先出法（FIFO）有高估收益的趋势，但能表现更为现实的库存价值。相反，后进先出法（LIFO）是先对后购入的原材料计费，更多的上涨成本进入已售商品成本——由此，会降低毛利和应税所得，所表现出的收益金额会更现实。依据后进先出法，表现在资产负债表的是早期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的库存成本，在通货膨胀期间，通常会低于当期市场价值，造成不现实的低存货余额。

潜在的变形程度取决于通货膨胀水平和公司的存货周转率。在进行相关公司的类比时，要避免下述不当做法：若因存货会计处理方式不同，造成了相关计价差异且未作必要的调整，就把使用某种存货成本流转法的目标公司与其他公司进行比较。还要注意：在调整资产负债表和利润表时，还要做税务调整。做这种调整的方式，要么是建立一笔流动负债，即，递延所得税，或者是扣除资产负债表上库存增值的税款，利润表的调整项也应该是受影响的税款问题。

表12-1是一个例解：当一家公司期初有335000美元的后进先出的存货储备，而在期末时则有440000美元的这种存货时，如何把后进先出法存货核算方式转换为先进先出法存货核算方式。所增加的利润会显示在利润表中，而这些变化的税收影响，则需要我们对这两个相关的财务报表都进行相应的调整。

表12-1　LIFO到FIFO存货的估值转换　（单位：美元）

项目（行）	LIFO 标准	LIFO 库存储备	FIFO 标准
期初存货	2 000 000	335 000	2 335 000
加：购买量	4 000 000		4 000 000
待售存货	6 000 000		6 335 000
减：期末存货	−400 000	−440 000	−840 000
已售商品成本	5 600 000		5 495 000
利润增加额			105 000

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

预付款项

只要买方获得所购的商品或服务或收到预付款的退款，那么这个账户通常不需要调整。

其他资产

让我们看看有哪些可能的调整项。在可能需要调整的项目中，常见的有：可变现的证券、其他非经营性资产、非竞争协议或原来购买的商誉，以及应收票据，特别是售股股东的应收票据。如果公司的实际经营中没有涉及这些项目，应该把它们从资产负债表中删除。对于其他相关项目，应该根据它们为公司提供的利益，转换成市场价值。

固定资产

当固定资产是以市场价值呈现于报表时，要考虑确认相关增加值的应税问题。这里需要考虑的问题包括以下几个。

• 税款（如果是应税项目）可从加计价值中扣除，或作为递延税款。

• 免税实体，如S型公司，应对不同的税赋水平。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

• 在需要应用不同税收等级时，应该认识到：对于门儿清的买家和卖家而言，在意识到被困资本利得会影响价值时，都可以通过谈判，在无税和全税之间找到合适的利益点。

• 作为替代办法，被困利得税可以通过增加缺乏市场流动性的贴现率来表现。这反映了潜在买家的一种认知：账面价值较低的固定资产，提供较少的合理避税额，最终带来更大的应税收益。

无形资产

在资产负债表上，无形资产往往主要是收购成本所分配的部分或与创新相关的成本。在任一情况下，目的都是把它们从未摊销的账面价值调整成市场价值。如果具体的无形资产（例如专利、版权和商标权）具有价值，那么，可以用第7章所述的收入法、市场法或成本法确定其价值，然后，按这些金额把相关无形资产计入账户。

在资产负债表中，商誉或一般无形资产价值应该用市场价值取代。

非经常性和非经营性资产负债

非经常性资产负债是由不会再发生的非经常性活动或事项构成。非经营性资产是那些无需为保持预期业务水平起作用的资产。相关的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

例子包括来自诉讼的收入或支出、出售资产的损益、超出预期经营所需资金的现金，可变现的证券、以非经营性现金形式收到的利息收入或股息收入、以非经营债务支付的投资或权益。

在评估一份控股权的权益时，非经营性资产通常会加到经营性的企业价值中去，以便计算企业价值的总值。在评估少数股东权益时，这种价值可能加回去，也可能不加回去，因为具有少数权益的股东有可能得到它，也有可能得不到它。

表外资产

资本性租赁应该记在资产负债表中。只是当租约条款不能反映市场情况时才需要调整。经营性租赁不表现在资产负债表中，但如果租赁不是按市场利率做的，就需要调整利润表中的租赁费用。

保修义务是另一种重要类型的资产（对于经销商）或负债（对于制造商或服务商），会出现在许多公司的“表外”。与管理层、制造商和行业数据提供商讨论，会有助于这些科目的量化。

虽然资产负债表负债方需要调整的科目通常极少，但还是需要认真检视。常见的负债调整项包括如下内容。

- 与资产相关的负债：与调整过的资产相关的负债，也可能需要调整。例如，如果不动产作为资产被移除，那么所有相关负债也应该

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

销账。如果后来在企业的总体层面，不动产的价值被加到经营价值（通过市场水平的租金推导），相关债务可以从房地产价值中抵扣。

• 带息负债：如果对一份应付票据所收利息是固定利率，而且在估值日与市场利率区别很大，那么该笔债务就需要调整。与这种做法相似的是一种固定利率债券的调整方式，即当其固定利率与当期市场利率差别很大时，需要在确定这种债券的市场价值时进行相关的调整。

• 累计额：下述累积科目通常不在资产负债表，但在估值时却是公司义务，必须计入相关科目：假期、病假、没有注入资金的退休金或利润分享计划，以及员工股票期权行使的影响。

• 递延税款：把资产方的递延税从账面价值调整到市场价值时，可能需要一项递延税负债。

• 表外负债：常见的未入账项目（尤其是非上市公司），包括担保或保修义务，未决诉讼或其他纠纷——例如税收问题、员工索赔，或环保问题，或其他监管问题。一般是通过与管理层及法律顾问讨论，对这些负债进行评估和量化。同时，还有必要查询该公司是否已做出如下承诺：在今后一个时期内，从特定供应商那里购买相当数量的原材料，或为其他公司或个人做担保或联保。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一般来讲，对权益部分的调整只是通过轧平资产和负债的调整项，把这部分的报表内容调整平衡。通常，这里主要是针对留存利润做相关调整。另外一个通常要做的调整是销账库存股，以便报表只反映已发行的在外股。

[1] 后进先出法仅适用于《美国通用会计准则》辖下的公司财报，但可能在2011年12月31日之后的第一个纳税年度起始日失效。《国际财务报告标准》（IFRS）不认可这种后进先出法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

对于非经营资产或资产盈亏的处理

当采用收益法或市场法确定目标公司的经营价值时，为了确定被评估企业的总价值，很有必要对目标公司所拥具体资产价值进行调整。当目标公司拥有下述非经营性资产时，这种事情会经常发生：过剩的经营资产（如，剩余现金或闲余固定资产或资产亏欠（经营资金不足））。当以上任何一种情况出现时，用收益法或市场法确定企业的经营价值，都不能反映这些因素对价值的影响，因此必须在初步确定了经营价值时对它们进行调整。

在谈判的过程中，买方和卖方都不愿意将非经营资产或超额资产包括在交易中。当这种情况发生时，必须对这些资产的价值进行调整。根据具体情况，这些调整可能反映在谈判达成的具体出售条件中，并在这些具体条件下买方愿意支付的价格，而不是具体价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

计算账面调整价值的具体步骤

在持续经营前提下的账面价值调整法的应用，通常被简称为账面价值调整法。它包括以下5个步骤。

（1）起点。设法得到目标公司截至估值日的资产负债表或在此之前尽可能最近日期的资产负债表（经审计的财务报表比审核过或编制的报表要好，权责发生制的报表比现金收付制的好）。

（2）调整报表项目。把每项资产、负债和权益科目，从账面价值调整到评估的市场价值。

（3）调整不在资产负债表中的项目。评估并增加未在资产负债表上列出的特殊有形资产、无形资产和负债。

（4）税收影响。考虑税收对资产负债表调整影响的合宜性，同时，也要考虑是否应该取消资产负债表上的递延税。

（5）终点。从调整的角度出发，编制以市场价值反映所有科目的资产负债表，以这种金额为基础，确定已投资本或股本的调整价值。

对于缺乏经营价值的资产密集型目标公司（因无法创造足够的回报），通常采用资产法或成本法估值。这种方法通常只适合于评估控股权益，因为它有权促成为股东创造现金利益的股权出售行为。无论

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

是采用账面价值调整法确定“在岗”资产的价值，还是使用清偿价值法确定它们的价值（在有序清偿或强制清算条件下），总之，这些方法都涉及把资产负债表的相关科目，从账面价值调整到市场价值。对于经营价值由收益法或市场法确定的那些公司，这些调整方法也可用来反映可能存在于公司非经营资产的价值或资产的盈亏问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第13章 通过溢价和折价调整价值

在应用溢价和折价之前，让我们稍事休息，喘口气。当投资价值的确定涉及协同效益买家的整个公司时，通常不会出现这些估值调整的问题，但按照市场公允价值的标准，这些估值调整非常适用。在并购活动中，买卖双方不仅应该了解目标公司基于100%控制权的公允市场价值，而且，也应该清楚单个投资者可能拥有的缺乏控制权权益的公允市场价值。若能如此，对溢价和折价的理解一定能给它们带来收益。相对于其他调整方法，在使用这种调整做法时，通常会对价值产生更大的影响，所以在实施之前要三思而行。当然，这些调整不会自动进行，它们也不是一个单一不变的百分比。在这个调整的过程之初，小心谨慎不仅能为我们省时，而且，还能为我们带来更好的价值评估值。

这个谨慎之旅始于对几个术语的理解，因为在溢价和折价的应用过程中，各种术语经常遭到误用，特别是少数股东权益（minority）和控制权（control）这两个词。“控制权”表示具有很大控制权的一项权益，无论是少数股东权益，还是控股型权益。控制权益并不总是多数权益，少数股东权益也可能拥有控制权，取决于是否存在所有权的不同权利。“少数股东权益”表示的是缺乏实质性控制权的权益——无论是少数股东权益或多数股东权益。因此，为避免混淆，我们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

将使用“非控制权权益”这一术语，替代“少数股东权益”。少于50%的在外流通股份并不等于缺乏控制权，当所拥有的多数股东权益都是无投票权的股票时就会出现这种结果。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

溢价和折价的可应用性

每种估值的方式方法都会产生不同的价值特性。上市公司类比法推导出的是控制权或非控制权的可变现价值；并购法通常会为我们带来具有控制权的可变现价值；收益法能推导出控制权型或非控制权型的价值，每种价值都内含不同程度的可变现性；在大多数时间里，资产法计算出的是具有控制权的可变现价值。因此，对于每种价值形态，都必须考虑溢价和折价的适用性，因为这种调整可能适合于某一方法，但不一定适用于另一种。这点需要予以强调，因为我们在企业估值中有一个常见的错误假设，即是否做折价或溢价调整取决于被评估公司的特征。例如，当我们面对的目标公司是一家非上市公司，而且买家正在收购其具有控制权的权益。此时，不要不假思索就假定，为该公司确定的每种价值就必须应用控制权溢价和变现性不足的折价。

正确的方法：识别由各种估值方式最初所评估价值的性质，然后把这一价值与目标公司的特性相比较，以便决定采取何种调整方式（如果需要的话）。是否应用控制权的调整，取决于如何回答与每种估值方式相关的下述问题：蕴含于估值方式中的控制权程度，与被估权益内在的控制权程度是否相同？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

如果控制权程度不同，那么，就可能需要进行控制权溢价或无控制权折价的调整。例如，并购法隐含的控制权程度，接近等于某一企业100%股权收购所内含的控制权程度。如果用这种数据评估某一可比的所有者权益，那么，就不需要进行折价或溢价调整，因为并购法所得价值反映的控制权程度与所估权益的基本相等。如果最初所评价值的特性与被估权益的不同，那么，就需要根据控制权存在与否，进行溢价或折价的调整，以便确定一个适当的价值。

控制权存在与否的问题被确定之后，接下来应考虑目标的可变现程度。虽然可变现程度与控制权程度大相径庭，但两者相关，且可变现性受控制权的影响。因此，如有必要，可变现程度的调整应该在控制权调整之后进行。和前面的步骤一样，确定是否有必要因可变现性而进行调整，取决于如何回答以下问题：最初用于价值评估的方法，其蕴含的可变现程度是否与被估权益内含的可变现程度相同？

例如，如果用上市公司类比法推导出基于非控制权可变现的初始价值形态，并据此评估一家非上市公司的非控制权权益，那么，就可以因后者缺乏可变现性进行折价调整。相反，如果通过并购法得出了一个具有控制权的可变现价值形态，而被估权益也具备这些特性，那么就不应该有任何可变现性不足的调整问题。

总的来说，在开始应用溢价和折价调整之初，就根据控制权和可变现程度来识别最初确定的各个价值的性质。然后，将每一种价值结

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

果与目标公司所有者权益的那些特性相比较，以便确定是否必须对该方法下的最初价值形态进行调整。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

溢价和折价的应用和推导

所有者权益内含的控制权程度能影响其可变现程度，因此，在为可变现程度进行调整之前，必须就控制权进行溢价或折价调整。进一步说，这些调整会产生一个乘数效应，而不是简单相加的过程。例如，如果最初确定的具有控制权的可变现价值是1000万美元，因缺乏控制权而给予的折价率（DLOC）是20%，因缺乏可变现性而给予的折价率（DLOM）是35%，则这些调整表述如下。

（单位：美元）

最初确定的含控制权的可变现价值	1 000 万
20% 的缺乏控制权折价率（DLOC）的运用	（1 − 20%）
	800 万
35% 的变现性不足折价率（DLOM）的运用	（1 − 35%）
非控制权的可变现价值	520 万

控制权溢价

如果价值的最初形态无法反映因控制权利益而带来的价值增值，那么，就需要施加一个控制权溢价来反映这个增值部分。

在美国，有一项每年都要做的研究，内容是上市公司股价的比较研究：在收购公告发布之前，上市公司股票的非控制权价格，与上市公司控制权收购后的股票价格的比较研究——这种比较研究的结果就是控制权溢价的推导来源。因为上市企业必须向美国证券交易委员会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（SEC）报告这类交易的结果，所以，可以得到用于查阅和分析的相关数据。实验性证据的另一来源是：控股公司权益（即封闭式基金、房地产投资信托、SEC注册的有限合伙企业权益）的售价与其净资产价值的比较结果。[1]

缺乏控制权的折价

从控制权溢价数据可以推导出缺乏控制权的折价率（DLOC）。在没有公开证券市场数据时，就需要直接计算一个DLOC值。DLOC反映了因缺乏控制权而导致的价值减值。这一折价通常用于缺乏控制权的少数股东权益或多数股东权益。当价值的最初形态反映了控制权，而被估的所有者权益又缺乏控制权时，需要进行折价调整。

可变现性不足的折价

可变现性不足的折价（DLOM）反映了因不能将所有者权益快速变现而导致的价值减值。

DLOM也源自市场数据（和用于揭示控制权溢价的市场数据相比，这些市场数据为这种价值调整提供了更准确的信息）。对于可变现性不足的折价百分比，最常见的来源是限售股研究报告。限售股（即所谓尚未公开交易的股票）是某一公司发行的未在SEC注册登记（因此不能在公开市场发售），或已在SEC注册登记但在公开市场出售受限的股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

票。在过去30年，众多机构从事此类研究，分析那些具有一定限售期但可流通变现的上市公司证券的价格。这些限制使得这类证券无法在公开市场交易，但允许私下交易。然而，这类交易的买家仍然面临限售问题，因此，他们只愿意为一种无法及时变现的证券支付一个折价后的价格。限售的持有期因不同证券而异，但在1997年以前，通常不会超过24个月。从1997年开始，限售股的持有期缩减至12个月。2008年2月15日起，持有期被缩减至6个月。有关持有期缩减的早期研究表明，由于变现性不足而给予的折价幅度，将因这些股票日益缩短的限售期和更为活跃的市场流动水平而降低。限售股研究的结果显示，20世纪90年代的折价水平在35%左右。因此，仅在某一特定时期暂时无法在公开市场出售的上市公司股份，会因其非控制权的可变现性不足，而导致约为1/3的价值缩水。这一事实表明：市场对可变现有强烈的需求，而可变现性下降会导致价值的大幅缩水。

溢价和折价的应用

确定DLOM的一种定量方法是：利用布莱克－斯科尔斯期权定价模型，使用看跌期权的交易原理，计算一个基于无风险出售假设的交易成本。[2]这一方法将看跌期权成本作为可变现不足折价的替代值，反映的是一种理论成本，即为确保股票在具备可变现条件时，其成交价格不会低于目前市值的理论成本。在这种情况下，人们可以将定量方法得到的DLOM与实证研究中所评估的DLOM进行比对。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

[1] 为了进一步了解控制权溢价和折价推导过程，建议读者查阅Shannon P.Pratt,Business Valuation Discounts and Premiums,2nd ed.(Hoboken,NJ:John Wiley&Sons,2009).

[2] 要想深入理解这套方法，参见：(1)David B.H.Chaffe III,“Option Pricing as a Proxy for Discount for Lack of Marketability in Private Company Valuations—A Working Paper,”Business Valuation Review 12,No.4(December 1993):182-188;(2)Z.Christopher Mercer,Quantifying Marketability Discounts(Memphis,TN:Peabody Publishing,1997),pp.403-414;(3)Aswath Damodaran,Investment Valuation(New York:John Wiley&Sons,1996),p.357;(4)Frank K.Reilly and Keith C.Brown,Investment Analysis and Portfolio Management,5th ed.(For Worth,TX:Dryden Press),pp.347-354.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

灵活把握调整的度

虽然人们会不自觉地将这类市场数据奉为圭臬，但溢价和折价的应用却不会像灯泡开关那样，是一个“是或否”的简单问题。这类调整更应该像调光开关，允许光线依据环境而逐渐增强或减弱。我们必须基于具体事实和条件的认知，合理地应用折价率和溢价率，并以此决定调整幅度的大小。例如，某公司由一人持有的40%股权（剩余60%股权由另外一人持有）的控制权和影响力，要逊于由多人共同持有（每人持股不超过1%）的40%的股权。在这两种状态下，同样的40%所有者权益，但这些权益间相对的控制权程度差别很大。

此外，如果某人持有一家公司98%的股份，想想另外那2%股份持有人的影响。然后，再换一种情况，假设那98%的股份是由两个股东各持49%，考虑此时那个剩余2%股份持有人的影响。在后一种情况下，那个2%股份持有人就拥有了关键的一票——虽然其所有权份额很小，但具有重大影响。这些例子使我们更有必要认真考虑表13-1所列示的那些具体影响因素（它们影响溢价或折价的调整幅度）。最后，再次强调一下，如果要想确保这些调整适当无误，就离不开专业经验和对相关市场数据的把握能力。

表13-1　影响调整幅度的具体公司因素

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

影响控制权程度的因素

- 在少数股东批准公司特定行为的能力问题上，股东权益结构的影响
- 在少数股东影响董事会成员人选的能力问题上，股东权益结构的影响
- 在关键一票影响的问题上，股东所有权模式的影响
- 特定司法环境下，对少数股东的法律保护程度
- 无表决权的股票
- 少数股东权益地位的历史记录

影响可变现程度的因素

- 股份流通转让的限制条件
- 妨碍股份流动转让的相关协议
- 所持股份的吸引力大小
- 或多或少分红的历史记录和分红目的
- 在该行业，公司的出售行为是否有合理组织的市场做依托
- 该行业的整合现状或整合压力
- 在该行业，这个规模的权益的潜在购买者数量

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

收益驱动模式下的控制权与非控制权的对比

在第7章，我们已经讨论过有关收益的调整，包括为股东支付的高于市价的报酬而做的调整。一般说来，只有在所有者权益具备法律赋予的实施控制权调整的权力时，所谓的控制权调整才可进行。在大规模的并购交易中，这些控制权调整的量级不大，对收益或现金流来说并不重要，但对小公司而言，控制权调整会对估值产生很大影响。想通过溢价和折价的应用，来反映对价值的控制权或非控制权调整，一般来说是不合适的。相反，有关控制权和非控制权的价值差异应通过对回报（收益和现金流）的调整来体现，而不是通过溢价和折价进行调整。表13-2对此进行了说明：某公司在尚未考虑超额报酬调整之前，有500万美元的净收益。当支付了100万美元的超额报酬给具有控制权的股东或他们的受益人时，就意味着因非控制权产生了20%的隐含折价。但是，如果公司决定支付300万美元的超额报酬，那么因控制权的缺乏使得价值的减值幅度就达到了60%。由此可知，折价幅度取决于超额报酬的相对大小。当这一报酬占公司这种报酬前收益的很大比例时，控制权与非控制权的价值就有了天壤之别。

无论是有关控制权溢价的市场数据，还是隐含了非控制权折价的市场数据，均无法准确反映不同超额报酬的差异，所以，在收益驱动模式下控制权与非控制权的差异只能通过调整收益来估算（见表13-

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2），而不是将控制权溢价强加到非控制权价值之上，或者从控制权价值中减去非控制权的折价值。

表13-2　通过调整回报计算控制权和非控制权价值　（单位：百万美元）

	较低的超额报酬	较高的超额报酬
超额报酬前的净收益（控制权回报）	5	5
减：超额报酬①	−1	−3
超额报酬后的净收益	4	2
控制权价值的计算②	$\frac{5}{20\%}=25$	$\frac{5}{20\%}=25$
非控制权价值的计算②	$\frac{4}{20\%}=20$	$\frac{2}{20\%}=10$
缺乏控制权的隐含折价率	$\frac{25-20}{25}=20\%$	$\frac{25-10}{25}=60\%$

①需要做控制权调整的超额报酬有许多类型，包括工资、奖金、附加福利、向钟爱方支付的钱，以及具有控制权的股东采取的其他形式。

②假定使用单期资本化法，资本化率为20%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

市场公允价值与投资价值

在确定目标公司的独立市场公允价值时，应用某些折价方式没有问题，但在确定与某一特定买家相关的投资价值时，就可能不合适了。例如，在遇到非上市目标公司时，DLOM适用于独立市场价值的调整，但是，当收购方为上市公司，需要确定投资价值时，就不宜采用DLOM方式了。

在对企业进行估值时，经常通过溢价和折价的方式进行价值调整。与并购估值相比，这些调整在房地产和赠与税方面应用得更为普遍——即便如此，它们在这方面仍然需要我们认真斟酌处理。在这个调整过程中，首先要辨识各估值方法确定的初始价值的性质，以便评估溢价和折价的使用是否恰当。为了确定合理的调整幅度，需要了解相关的市场数据，因为溢价和折价的基准是由它们推导出来的，但这些基准并不等于最终的调整百分比。在确定调整幅度时，必须考虑被估权益所处的条件和环境。说到底，这是一种职业判断，但是分析师可以凭着项目背景和专业经验，做出经得起推敲的价值调整。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第14章　调适初始价值并确定最终价值

一旦评估师使用一种或多种估值方法得出初始价值，那么就必须直面一个问题：“它是正确的吗？”换句话说，基于估值日的条件以及所用信息的质量和数量，为所有者权益确定的价值是否合理且经得起推敲？

由于通往初始价值之路要由许多定性评估和定量计算铺垫，所以审核和调整的过程既要全面彻底，还要有条不紊。企业估值涉及大量的计算过程，很多计算结果依赖于以前步骤计算数据的准确性。所以，准确性是基础，而养成审核所有计算过程的习惯，则是实现这种准确性的保障。

无论是采纳最初的评估值，还是通过将多种方法得出的评估值进行平均，所得的最终价值，都无法确保一个无懈可击的价值结果。若要得到一个合理的价值结论，关键是要进行全面的审核——挑战每一步所用的假设、方法、信息以及计算。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

纵览全局的基本要求

我们先从基础开始。通过回答下述问题来审核估值过程。

• 评估的是什么财产或所有者权益？是某种特定资产、一种股东权益或是已投资本？

• 这项财产享有的具体法定权利是哪些，或受制的局限有哪些？

• 是否还有其他所有者权益，对这项财产或其回报享有潜在的优先要求权？

• 这项所有者权益内含控制权或非控制权？

• 这项所有者权益的流动性如何？

• 评估日是哪一天？估值分析是否只涉及公司信息和截至评估日已知或可了解的外部环境信息？

• 相关的价值标准——是相对于财务买家的独立市场公允价值（不考虑协同效益）？还是相对于战略买家的投资价值（考虑协同效益）？或者两者皆有？抑或是其他某种价值标准？

只要有可能，三种估值方法（收益法、市场法和资产法）都会用来求取某个价值的评估值。因为估值对象的性质或可获信息的数量或

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

质量之故，某种或某些估值方法不太适用，甚至根本不适用。因此，一种常见的做法是：用某种方法评估出一种价值形态，然后，用其他方法验证这种价值形态的合理性。每种估值方法都是建立在不同的标准之上。收益法的估值基础是未来的回报——以某种回报率（反映一个相应的风险尺度）对这个回报予以贴现或资本化。对于市场法旗下的类比公司法，它的价值基础是公开市场为类比上市公司权益所支付的价格；对于市场法旗下的并购法，它的价值基础是公平交易中为收购公司所支付的价格。资产法的价值源于企业的资产（估值时，假设公司会出售这项资产）。对于被估值对象，不同估值方法的认知各不相同；对于价值动因，这些估值方法有着各自的见解。分析师要尽量使用每一种方法，或能够说明不使用某种方法的原因。

一旦确定了初始价值，通常有效的做法是：暂离估值具体细节，转头审视这一价值结论。在审核的过程中，问问一个毫无偏见的理性人，看他是否也可以得出相同的估值结论。此时，应通过审核来确保这一价值结论没有受到自身过高或过低估值偏向的影响，还应考虑估值时是否分析了公司的以往表现、竞争环境（包括行业环境和宏观环境）、内部优势和劣势，以及未来的可能情况。如果考虑了协同效益，应确保只是在计算投资价值时才予以考虑，不能让其涉入市场公允价值的估值。还要评估这项价值的估值是否考虑到有关这项交易的市场考量和动机，以及买家和卖家是否都有合理的信息。问问买家和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

卖家（了解相关事实基础上），看看它们是否都会认为相关假设都是合理的。

在估值时，须进一步考虑每一种估值方法的普适性。表14-1对估值方法的适用性进行了总结概括。

表14-1　企业估值方法适用性概述

收益法	市场法[①]	资产法
公司的大部分价值源自它的经营业绩	有足够数量的与目标公司类似的类比公司	公司拥有大量的有形资产
公司创造了正向收益或现金流	并购交易所涉的收购公司和目标公司所处环境类似，具有可比性	公司经营几乎无法带来价值
公司无形资产价值很大	能够获得充足的类比公司的数据	公司资产负债表包括了它的大部分有形资产
公司风险可以通过回报率精确计量	公司估值倍数能充分反映截至评估基准日的市场条件和价格	也许能够准确评估公司资产的价值
通过预测，可以准确评估公司未来业绩	目标公司规模足够大，能更好地与市场法中所用的类比公司进行比较	所评估的所有者权益拥有控制权或能获得相关资产的价值

①此处的市场法仅指类比上市公司法和并购法。

最好是根据公司的竞争力评估，判断每一种方法的适用性。应格外关注公司及行业的风险/价值动因，同时，应特别留心每一种方法是如何考量这些关键变量的。要识别被某种方法忽视或考虑不当的风险或价值动因，还要清楚它们对所定价值产生的影响。

当估值结论与该行业的经验法则相抵触时，要查明原因。这样做可以告诉我们估值结果是否需要调整（不太可能），或者是经验法则对这项特定评估不起作用（更有可能）。还要考虑这一行业是否使用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

或者普遍使用了经验法则。由于经验法则往往只是一种简单化的概括，不能充分描述一家公司的个性特征，所以它不能作为估值的唯一手段。然而，如果经验法则在该行业内普遍应用，那么我们至少应该将其评估值作为验证基本估值方法评估结果是否合理的一个尺度。如果行业内相关人士时常谈及这些指标，那么估值时就最好要考虑和讨论其适用性和合理性。

在使用收益法或市场法时，应评估对所用回报所做的任何调整，判断它们的合理性和适用性。在此过程中，要再一次确认协同效益只能在计算投资价值时才予以考虑。还有，要认识到收益法和市场法估值都是基于公司业绩指标确定价值，所以它们很大程度要依赖对公司业绩的合理评估。因此，需要再一次地根据公司的竞争环境，对其业绩表现进行验证。为了完成对估值的严格验证，应在公正的思维方式下应用这些评判方式（收益法、市场法和资产法验证）审核每一种估值方法的结果。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

收益法验证

收益法是企业并购估值方法中最常用的一种方法，主要是由于它的理论基础好且有弹性。投资者认可这种方法理论上的合理性，即它的价值基础是未来的回报，而且用能反映相关风险程度的贴现率贴现这个回报。除了具备合理性这一理论基础之外，收益法在适当考虑市场流动性的情况下，还建立了一个有关控制权与非控制权权益的模型或已投资本模型，从而能够更容易地计算企业市场公允价值或投资价值。此外，它还可以采用过去或未来的预测回报，并以各种类型的收益或现金流计量这种回报。

为保证收益法合理有效，公司价值应与其收益或现金流密切相关。当然，这通常适用于那些盈利的公司，不适于那些经营欠佳的公司。正因如此，验证时应关注估值过程的两个关键变量：回报和回报率。

为了对收益法得出的估值结论进行综合验证，需要客观地评价下述几个方面的内容。

1. 市场公允价值与投资价值

• 用于估值公司市场公允价值的回报及回报率，应能够反映公司作为一个独立经营实体的经营业绩和风险状况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

• 投资价值应考虑到协同效益对回报的影响。回报率应该反映收购公司的风险状况以及相关资金成本，并根据目标公司的风险状况进行调整。

2. 已投资本与所有者权益

• 记得考虑：并购估值通常使用已投资本模型，目的是避免融资问题影响经营价值。若要合理地应用这种模型，在已投资本回报和回报率的使用上，要注意合理性和一致性问题。

• 在应用已投资本模型时，审核一下是否可能因公司财务杠杆极度不合理，歪曲了公司的加权平均资本成本（WACC）。考虑一下当下的市场环境是否能形成这样的资本结构，以及对于目前杠杆水平来说，多大的负债成本和股权成本才是合适的。

• 在计算加权平均资本成本时，要明确负债与股权的比例是建立于市场价值，而非账面价值。在此过程中，或许需要使用逼近法或简化公式。

3. 回报的计算

• 考虑基于估值对象所用的回报流是否恰当。对于投资者而言，已投资本所产生的净现金流，才是为资金提供者提供的计量最精确的现金回报，而且，用这种回报求得的回报率才最为可信。回报的其他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

指标都不够准确，也更容易人为操纵，并且往往必须依赖于不够严谨的回报率。

• 在评估公司实现未来预期业绩的可能性时，考虑一下公司以往的经营业绩，并说明理由。

• 在既定的宏观经济和行业状况之下，结合公司（基于战略优势劣势）的竞争地位，考虑实现预测业绩的可能性。

• 对非营业性和非经常性收益支出项目的所有标准化调整进行审核——要意识到调整的目的是为了更准确地反映公司未来经营业绩实现的可能性。此外，还要审核一种特殊的收益性调整：对以任何形式给予老板或其受益人的，高于或低于市场标准的报酬所做的调整。一般来说，只有在所评估的控制性权益有权决定这种报酬的情况下，这些调整才算合理。

• 在审核公司的预测成交量时，应在宏观经济和行业情况既定的情况下，根据产品及产品线考虑定价和单位销量。

• 假定在预测的宏观经济和行业情况之下，考虑预测费用以及最终利润率是否合理。

• 假定公司法律和税务地位及税收管辖权一定的情形之下，审核它在评估基准日的税收属性和未来税率评估的合理性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

• 审核营运资金和固定资产投资预测变动幅度的合理性。如果可能，还要审核估值所涉及的应收账款、应付账款、存货以及固定资产周转率，同时将这些数据与公司以往业绩和行业标准进行比较。

• 在选择长期增长率（用于单期资本化法或多期贴现法残值）时，应考虑如下因素：

• 宏观经济和行业的长期展望；

• 公司目前的竞争环境以及竞争优劣势的可能持续时间；

• 公司的盈利能力、管理能力以及满足增长所需资金的来源。

应记住，如果所定的增长率高于行业预测增长率，则意味着公司可以无限期地提高市场占有率。

• 如果选用多期贴现法，就应该评价预测期的期长是否合理——预测期应足够长，以便反映现金流预期的所有重大变化，而且，预测期最后一年的回报应该相当稳定，且在之后很长时期内具有可持续性。

• 当公司未来回报可能存在重大变化时，应考虑使用概率分析（见第7章），以反映这种变化对价值的影响。

4. 回报率的确定

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

• 审核用于计量业绩的回报率是否与公司回报相一致。误用回报和回报率的情形包括：

• 权益与已投资本不分；

• 税前回报与税后回报不分；

• 净现金流量与净收益不分。

• 考虑权益贴现率求取方法的适宜性。

• 资本资产定价模型基本不适用于非上市公司的估值，因为此类公司很少能满足该模型的一些潜在假设。

• 如果能够从一组合宜的类比公司推导出目标公司的贝塔系数，那么增补型资本资产定价模型（MCAPM）可克服诸多的局限性。在市场法下使用类比上市公司法时，增补型资本资产定价模型可能在收益法下也适用。

• 拓展法（假定其贝塔系数为1），通常最适用于非上市公司的估值，特别是在类比上市公司法不能使用的情况下。

• 考虑所定的规模溢价是否适宜于目标公司。

• 考虑贴现率是否准确反映了行业风险，抑或还要追加不同的贝塔值，抑或还要采用不同的具体公司风险溢价。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

• 考虑贴现率是否反映了竞争力分析中所识别的具体公司风险因素。这一贴现率也应反映公司的主要风险动因和价值动因（这两组动因会影响公司的业绩及其相对的战略优势和劣势）。

5. 单期资本化法

• 考虑这种方法的适用性，所定的单周期回报应准确反映公司长期的年度业绩情况。

• 还应考虑本方法的假设条件：这个回报将以一个固定比率无限增长下去，而且，在考虑到公司竞争力水平及长期宏观经济和行业状况的基础上，这一长期增长率必须是合理的。

6. 控制权价值与非控制权价值

• 注意：在收益法下，控制权与非控制权间价值差异的最大影响因素是回报流的选择。

• 一般说来，如果某项权益无权决定老板类雇员或其受益人所得的超额报酬，那么，在对此项权益进行估值时，就不应该对这部分报酬进行标准化调整。

• 当超额报酬并没有实际兑现，且控制性股东和非控制性股东的回报基本相同时，控制权与非控制权之间的价值相差无几。然而，这多半会反映在溢价或折价的合理应用之中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

• 当针对控制权进行溢价调整或针对非控制性权益进行折价调整时，应充分考虑这些调整在准确性和适应性方面存在的局限。同时，要意识到推导这些调整值的数据的理论局限。

7. 流动性水平

• 要认识到控制性权益的流动性通常比非控制性权益高得多。控制性权益因流动性不足而给予的贴现率一般在5%~15%，这通常反映了收购方转售这一控制性权益所需的时间和交易成本。

• 要认识到非上市公司的非控制性权益很难找到买家，所以其贴现率一般至少在35%~50%。

• 要认识到控制性程度和流动性水平会受到目标公司众多特有因素的影响，最终的折价或溢价幅度会随着这些因素而定，大小不一。

8. 估值的其他调整因素

• 如果在评估公司经营价值的过程中没有考虑非经营性项目的价值，那么在评估公司整体价值时，应将其与公司经营价值相加。

• 如果某项非控制性权益无权清偿变现非经营性资产，那么在对这一权益估值时，非经营性资产的价值通常不会纳入其中。反之，流动性强的非经营性资产能够提高非控制性权益的流动性和安全性，在这种情况下，贴现率就应该体现这一财务特性。也正因为如此，有的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

公司会持有大量的房地产，因为它们通常比非上市公司股权的风险要低。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

市场法验证

在并购估值中，市场法的应用范围比收益法窄，但它确定的价值仍需详细验证。因为市场法主要通过经营业绩或财务状况某些指标的倍数来确定价值，所以，在评价这种方法结果的准确性时，需要对这两大变量（业绩指标和估值倍数）进行详细审核。

在验证市场法的准确性、合理性以及为目标公司所选估值倍数时。

- 要考虑目标公司与类比上市公司如下因素的相似性：
  - 规模；
  - 产品或服务，及其范围；
  - 市场和客户；
  - 竞争力；
  - 管理深度；
  - 财务业绩；
  - 财务杠杆和流动性；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

- 筹资难易程度；
- 客户集中度；
- 供应商依赖程度；
- 技术和研发能力；
- 品质和产能；
- 财务信息的准确性和内部控制。

• 审核类比上市公司当期的估值倍数是否符合长期的发展趋势，或者审核市场在评估基准日是否出现了上下波动的异常情况。

• 考虑预测的未来情况是否与过去的历史情况相类似，同时，类比公司当期估值倍数准确反映这种差异的可能性有多大。

• 在把目标公司与类比公司进行比较时，要考虑它们的主要业绩特征，包括：

- 增长率；
- 盈利能力；
- 资产利用效率；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

• 财务杠杆及其倍数；

• 流动性。

• 考虑类比公司估值倍数的范围、平均值与中位值，权衡哪些数据能体现或不能体现目标公司情况。考虑目标公司是否在上述所有数据方面都要高于或低于类比公司，同时要考虑出现这种情况的原因。

• 在使用其他并购交易的数据时，应考虑每项交易包含了什么。上市公司估值倍数的数据牵涉股票交易，而非上市公司交易的数据，特别是那些小额交易，通常都牵涉资产交易。如果涉及一项资产交易而需要对股票估值，那么就必须对这一交易内容进行调整。在有些情况下，需要先加上全部流动资产，再减去全部流动负债。在另一些情况下，则需要加上除存货之外的所有流动资产。总而言之，如果是一项资产交易而你要评估股票价值，这一交易就必须进行适当调整，以便与股票价值相谐。

• 考虑评估基准交易的时机。举例来说，因为2007年度整体估值水平偏高，而且筹资比较容易，所以，在2009年年初，对某一公司估值时，2007年的交易数据就缺乏相关性了。在经济萧条时期，即使可以获得更近期的交易数据，但这些交易也只是一些廉价急售的结果，所以并不能准确体现公司的正常价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

资产法验证

因为资产法无法确认一家公司的盈利能力，所以，这一方法通常不适合盈利公司的估值。它通常应用于资产密集型公司，或无法为所用资本创造足够回报的业绩欠佳的企业。

在评估资产法的结果时要关注以下几点。

• 要考虑所定价值是建立在持续经营之上，还是在清算前提之下。清算前提是假定公司将终止经营，这通常会使得收益法或市场法失效。

• 要考虑所估权益是否具备出售资产的法定权利。因为非控制性权益通常缺乏这种权利，所以在评估一家经营性公司非控制性权益的价值时，资产法并不适用。

• 要考虑公司价值是否主要来自资产所有权，而非其经营表现。这一点将决定资产法是否适用。

• 要考虑资产评估法或其他净资产评估法的评估质量和可靠性。即使资产法是一个恰当的选择，但切记：其可靠性依赖于准确的资产估值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

• 要考虑公司的无形资产。如果这些资产没有被识别和估值，那么资产法的结果多半是价值低估。

• 要考虑目标公司资产是否都以低税基形式体现在资产负债表上，这可能会使收购方在资产再售时承担内含的利得税。

收益法和市场法估值冲突的快速验证法

通常，市场法的估值结果应能印证收益法的估值结果。如果它们不一致，考虑如下相关问题。

• 在并购估值中，最常见的就是要对一项控制性权益进行估值，这就要审核两种方法的估值结果是否都反映了这个事实。对基于控制权的回报指标，两种方法所用的是否存在明显差异？如果其中一种方法的估值是基于计算非控制权回报所做，并追加一个控制权溢价，而另一种方法则是通过直接计算控制权回报反映控制权，那么，这两种处理方式有什么不同？会产生怎样的价值扭曲结果？

• 收益法是基于对未来业绩预测的估值，而市场法通常基于历史的回报倍数计算价值。如果历史回报数据与预测回报数据之间存在很大差异，那么，就应该查明差异原因，确定哪一种方法在评估基准日更能准确反映公司的潜在可能性。然后，再对另一种方法做进一步的调整。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

• 在市场法中，最常用的是单周期经营业绩（如每股收益）的倍数。因为估值倍数与资本化率（用于单周期回报）互为倒数，所以，可将估值倍数转化为资本化率，然后再加上长期预期增长率，得出隐含的贴现率。在考虑到两种方法所确定的回报存在差异（例如，收益与现金流、税前收益与税后收益等）的同时，将上述比率与收益法中所用的同类比率进行比较。对于差异之处，不管是估值倍数还是比率，只要显得不合理或者数据来源不可靠，就应该考虑进行调整。

• 并购法的使用取决于交易的性质，它通常会评估一个基于控制权的投资价值。在对这个投资价值进行评估的过程中，首先要审核某个（或某些）战略交易是否真实反映了市场对目标公司的价值判断。同时，还要将收益法计算的基于控制权的投资价值与这个投资价值进行比较，确定哪一种评价方法更值得信赖，并找出存在差异的原因。

• 在类比上市公司法下，应审核类比倍数的范围、平均值和中位值。在考虑两种方法在回报流方面存在的差异的同时，要从上述估值倍数中推导出隐含的资本化率和贴现率。然后，将这些比率与收益法下得出的贴现率和长期增长率进行比较，权衡这些比率的合理性。这种对比方式应重点关注这些市场估值倍数中隐含的短期增长率。

• 审核目标公司所选的估值倍数、相应等价的贴现率以及基于同一回报流的增长率。根据收益法得出的结论，评价这些比率的合理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

性。如果两种方法的相关数据不一致，那么，就需要重新考虑目标公司估值倍数的选择。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

价值的调适及其结论

在彻底验证完每一步骤的结果之后，必须确定最终的估值结论。在使用了一种以上的估值方法时，可以将这些结果进行平均——但这种做法并不值得推荐。计算一个简单的算术平均值，意味着每一种估值方法都同样合理，或者说每一种估值方法所得出的结果都同样值得信赖。虽然这种情况也可能存在，但更可能的情况却是：某一个方法更能准确地描述和量化风险和价值的关键动因，由此得出的估值结果更经得起推敲。在这种情况下，给每一种估值方法赋予相关权重（基于算术方式的或主观判断的）。表14-2所呈现的价值调适形式，提供了验证所得结果的一种简便方法。不管是选择算术权重还是选择主观权重，也不管权重比例是多少，以及最终价值如何，最终而言，这些实际上都属于职业判断。假如不是这样的话，我们就可以应用专业软件程序，极大地简化企业估值流程。然而遗憾的是，估值过程实在是太复杂了，无法将其浓缩为一个公式或者程序。

表14-2展示了多期贴现法、类比上市公司法和并购法推导初始价值后的调适过程。在审核每种估值方法并确定最终市场公允价值后，分析师断定多期贴现法所得价值更为可信。基于公司历史表现、竞争优劣势以及行业环境，预测回报看起来是可以实现的。为反映控制权，回调支付给老板的高于市场标准的报酬，调整了已投资本回报的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

净现金流——这种做法看似准确反映了公司的盈利能力。此外，只有通过合理方法计算得出的回报率，才能准确反映目标公司内含的主要风险动因和价值动因。

类比上市公司法没有考虑超额报酬问题，它直接利用非控制性权益收益数据，再应用30%的控制权溢价，将非控制权的市场公允价值转换为有控制权的市场公允价值。分析师有相当的理由相信，类比上市公司的市场价格可以用来为目标公司确定一个合理的估值倍数。但由于对30%控制权溢价处理方式心存疑虑，本方法所估价值在计算最终价值时只占20%的权重（如果高于市场标准的报酬已经付出，通常就要将这个金额回调到回报里。这样就可以直接通过类比上市公司法，求出具有控制性权益的回报，而不再需要使用控制权溢价和设定权重的调适措施了）。

表14-2　拟算价值的调适和适于最终价值的折价或溢价的应用

各估值法的拟算价值（调整前）				基于下列因素差异程度而进行的调适		调适后			
估值法	所估权益	价值（美元）	依据	控制权	流动性	价值（美元）	依据	权重	加权后各部分价值（美元）
多期贴现法	100%	36 000 000	有控制权，视同自由交易	不需调整	贴现 10%	32 400 000	有控制权、流动性好	70%	22 680 000
类比上市公司法	100%	35 000 000	无控制权，视同自由交易	30% 溢价	贴现 10%	40 950 000	有控制权、流动性好	20%	8 190 000
并购法	100%	44 000 000	有控制权，视同自由交易	不需调整	贴现 10%	39 600 000	有控制权、流动性好	10%	3 960 000
在有经营控制权和流动性的基础上，100% 非上市公司权益的市场公允价值									34 830 000
加：非经营性资产									1 500 000
在有控制权和流动性的基础上，100% 非上市公司权益的市场公允价值									36 330 000
除以：已发行在外的股份——2 000 000 股									÷2 000 000
在有控制权和流动性的基础上，非上市公司每股市场公允价值									18.17

在并购法下，分析师通过多个战略交易进行推导，得出对特定并购方有代表性的投资价值。不过，由于这些交易的确反映了业内熟悉

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

情况的收购方为获得控制性权益而愿意支付的价格，所以这些交易被认可，但只占据很小的权重。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

价值验证

一旦通过多种估值方法确定了价值形态，就应该进行价值验证。对应用单一方法或综合应用多种具体方法得出的最终价值，在验证过程中应考虑如下问题。

• 隐含的估值倍数。尽管市场法旗下的那些具体方法并不足以给出一个价值形态（它们通常带来的一些形态仅有收益法能推导出来），但这种结论的测试可以通过收入或某种收益（例如：净利润、息税前利润和息税折旧摊销前利润）的倍数进行。应根据已得倍数的表现形式，看它属于哪个相关市场。[1]

• 过往交易。当公司以往股票交易是公平的，且相关交易距交易评估基准日不久，那么，这种交易就能给出一个价值形态。

• 无形资产。在收益法和（或）市场法用于公司估值的一些例子里，资产法（应用了账面价值调整法时）也可以用来做价值验证。因为验证时需要评估营运资金和固定资产的价值，还要应用第17章介绍的方法对无形资产进行确认和估值，所以资产法既是最为耗时的，也是最具挑战性的价值验证方法。

• 股本净值。在对多数可持续经营企业的估值中，股本净值（公司资产负债表中全部资产与全部负债的差额）充其量只是一个下限的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

参考数据。不过，斟酌一下股本净值与拟算市场公允价值之间的溢价，可能会有所裨益。如果两者之间的这种溢价很小或相等，且与市场趋势不符，那么，理智告诉我们需要查明原因，或重新考虑分析所用的关键假设条件。

• 收购自证法。也可称为杠杆收购分析或并购经纪人方法，用来评价预测现金流是否足以涵盖交易所生债务的清偿。这种债务的清偿可被视为收购方投资的一种回报，因此，可以将其与其他替代性机会的回报进行比较。收购方利用目标公司的资产（小型公司还包括个人资产）来获得并购贷款，然后，以目标公司产生的现金流偿债。“收购自证法”测试把基于预测现金流的拟算价值与合同偿债期、应急储备金、利率和首期付款这四大因素进行比较。如果这四项因素的假设是合理的，那么，这种价值形态就是合理的。

[1] 小盘股市场、中盘股市场还是大盘股市场。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

客观评价估值能力

本章概述了下述两个方面的内容：风险和价值动因；估值调适——为推导出一个经得起推敲的估值结论，对相关方法和相关计算进行的适当调整。在考虑这些问题和计算过程时，分析师应冷静严格地审视自身，看看自己所拥有的估值知识和技能，是否与潜在的出售或收购要求相匹配。每次估值都应该毫无例外地分析本章审阅过的诸多要点。因为，这里总结的要点都有价值，分析师应该熟练掌握相关理论和计算方法。

若自身知识和经验不足，那么，就应客观地评价欠缺相关专业知识所带来的后果。企业并购通常都会涉及巨额资金和长期承诺。如果分析师不能熟练掌握本章所涉及的估值理论和技术方法，那么，在做出具有巨大影响的重大决策之前，应该寻求专业支持。相对于并购的潜在收益，专业支持的成本通常要小得多：准确估值的结果，要么是完成一项成功的交易，要么是更重要的结果——放弃一项应该避免的交易。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第15章　交易的艺术[1]

要想成功地经营企业，并就其做出合理的价值评估，就必须深谙价值——这是前述章节一直再强调的管理层和股东必须了然于胸的基本常识。然而，在并购领域，往往是在确定完企业的独立市场公允价值和投资价值之后，才会有实际行动。在并购流程里，交易的设计和谈判（“做交易”）是随后的步骤。本章将分别以买家和卖家的角度，阐述交易的谈判过程。虽然每项并购交易各有千秋，而且它们可能都有各自的特定需求、具体条件或不同环境，但本章所提及的概念和原理可为交易双方提供一个有益的指引，助其实现最终的共同目标：谈判成功，达成交易。

[1] 作者由衷感谢迈克尔·艾格斯对本章编写所给予的帮助。美国企业评估师协会的迈克尔来自加州旧金山市（电子邮箱：mje@abasf.com），具有下述资质证书：高级评估师（ASA）、美国注册银行审计师（CBA）、注册会计师（CPA）和商业价值评估专业资格（ABV）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

形态各异的谈判难题

要想完成这项艰巨的任务，需要渊博的知识和众多的技能。首先，并购交易的谈判人员应该善于沟通（体现在倾听、交谈和写作方面），必须熟知价值的含义，同时，还应该对税法和会计准则有一定的了解。正如第4章所述，并购团队应该包括法律、税务和估值方面的专家，并由其中一人作为谈判代表。在这里，相关知识的宽度是一个基本要求——没有认识到这一点的买方或卖方，最终与他们不期而遇的要么是吃亏的价格要么是不利的条款。

在考虑交易中的这些问题时，有必要回顾一下第4章中下述两节的内容：“公司出售策略和流程”与“公司收购策略和流程”。

卖家往往觉得自己比他人更了解企业的情况（尤其作为公司的老板或CEO），因此，自己最有资格谈判公司的出售事宜。同样地，买家公司的CEO或控股股东认为，它们凭借自身权力就能谈出最佳的交易价格和条款。虽然买卖双方可能具备广博的知识，并拥有批准或否决交易的权力，但他们必须意识到谈判是一个过程，自己只能在其中扮演一个角色。这里的关键是要清楚谈判小组的每一位成员应该扮演的角色，然后，要使每个团队成员忠实履行各自的职责。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

这种并购谈判的结果将决定公司长期的经营方向，往往会使买卖双方陷入激烈紧张的唇枪舌剑之中，所以，这里需要强调人际交往和沟通技巧的重要性。这场谈判将会影响很多人的职业生涯（人们的工作去向和他们的工作内容），不少人的命运都悬在空中。在此利害攸关之时，主要谈判人员往往又彼此陌生，不得不依赖并不熟知的并购小组成员。

在意识到上述情况后，合格的顾问应该就价值和他们的（而非客户的）价值观点的依据进行初步沟通。作为一名头脑冷静的专业人士，他们应该能够为即将开始的谈判逐步估算一个合理的估值区间，抑或能认识到这是一项双方无法达成的交易。这些顾问应该清楚，在谈判过程中，他们所提出的价值建议都是他们自己的，而不是自己客户的出售价格或收购报价。这种做法使得客户（最终决策者）能够免于过早地对交易价格或交易条款做出任何承诺，但能使双方较好地了解彼此的期望和清楚各自的谈判风格。

上述做法也能避免双方因心急而仓促讨论价格问题。价格不是价值，价格深受众多交易条款的影响。这些条款包括：

- 交易清算时的现金数额；
- 交易结构——股权出售（收购）或资产出售（收购）；
- 付款方式——现金、股权或混合方式；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

- 非竞争协议；
- 卖家的雇佣合同或顾问合同；
- 卖家的融资和（或）抵押担保协议。

在谈判的最初阶段，明智的做法是在一些重要但不带有对抗性的问题上寻求共识，比如，交易完成后公司未来的发展计划，以及收购后卖家或其他重要人物所能扮演的角色。在谈判的初始阶段，双方也可以甄别和评价卖家的非财务问题或个人问题。在这个过程中，也可以设法评估新公司的经营能力。在设法解决这些初始问题的过程中，双方都在不约而同地建立起某种程度的信任感，并协商有助于双方切入更加困难的价格问题的方法。经过这种磨合，在下一阶段双方表现出的价格差距可能会小一些，而且双方可能会建立起了相关的意愿，便于解决最终无法回避的分歧。

当谈到价格问题时，请铭记这句名言：“卖方的价格，买方的条款。”由于存在着不少交易的设计技巧，通常买家给出的收购要约既能适用自己的预算，也能使得卖家愿意出手。一般说来，如果买家能达到或接近卖家的价位，在如何支付对价的问题上，卖家的决策通常会显示出自己的灵活性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

交易结构：股票和资产

理智的卖家都能认识到：在评估一项潜在并购交易时，有经验的买家会小心谨慎地权衡内含的风险。因此，最为重要的风险评估之一就是考虑：是从目标公司股东手里购买股票？还是收购所选资产？

在中盘股市场上，虽然众所周知的那些上市公司的并购大部分都是股票交易，但无论是股票交易还是资产交易都是常见的方式，因而并购双方都应清楚这两种交易结构各自的优点。最为常见的情况是：交易一方坚持使用其中一种交易结构，不会创造性地采纳其他结构达成交易。由于有利于其中一方的某种交易结构通常会不利于另一方，因此交易双方明智的做法应该是：在制定谈判策略时，要考虑清楚交易结构可能带来的后果。卖家通常偏爱股票交易，因为它有单一税率的好处。相反，买家往往偏爱资产交易，因为并购资产享有递增折旧基数的税收好处，同时，因为资产交易只会收购可确认的资产和负债，降低了潜在风险。因为不同交易所处环境各异，所以，双方都应该仔细评估这两种交易结构的具体内涵，甄别和量化它们各自的利弊（尤其是风险和税后净现金流的甄别和量化），从而最终谈出理想的交易。当交易结构为股票交易和资产交易时，它们各自具有怎样的优点和缺点呢？让我们就此看看以下的概述。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

股票交易

一般说来，在股票交易中，买家的并购范围包括了所有的（卖家及其机构截至目前的）有形资产和无形资产，以及所有负债（包括未披露的负债和或有负债）。这些内容可能潜藏着买家最为担忧的未知陷阱。

1.卖家角度

卖家通常最为偏爱股票交易，因为只要持股超过一年，持股人只需根据股票的购入成本与出售价格之间的差额，一次性缴纳个人所得税。股东所需缴纳的税率为长期资本利得税税率，较之普通收入税率要低得多。谈判过程中，卖家会尽其可能将收入进项以股票的方式获得，同时，尽量使得顾问合同和非竞争协议的收入进项额最小。之所以如此，是因为顾问合同和非竞争协议这两项收入是按普通收入税率纳税，而股票的净收入只需缴纳较低的资本利得税。

这种交易结构使得卖家在税收方面得益，而买家却会遭受税收及其他方面的不利影响，所以，卖家以股票交易方式获得的交易价格通常偏低。另外，股票交易会导致买家必须接收目标公司的全部负债，包括表内、表外及或有负债，极大地增加了买家的风险。因此，买家通常要求将充分陈述和保证条款纳入交易协议中，以避免股票交易可能带来未知的潜在负债。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

有鉴于此，卖家应该列明买家在并购自己时可能遭遇的风险，并尽可能采取一些必要的转变使这种风险最小化。如果卖家通过这些举措使潜在买家在股票交易方式上的风险足够小，那么，交易就可能构建成以股票的方式进行。

因为股票交易对买家不具备吸引力，所以，卖家通常只能找到很少愿意进行股票交易的买家。如果存在少数权益股东，卖家还必须获得他们的同意，这就要求与他们分别进行单独的谈判。

2. 以保险形式做风险管理

通常保险是一种有助于降低风险的实用工具。对于买家而言，可以用合理的边际成本购买责任险（称作长尾险），作为买家现有保险的附加条款。如果买家要求卖家购买这一保险，作为单独的新保单，保费可能要高很多。在同一利益点上，买家比卖家更有能力采取措施降低交易成本（以上就是其中一个很好的例子）。同时，这个例子说明：可以采取措施对交易价格施加影响，并能为买方和卖方都带来利益。

3. 买家角度

对于买家而言，股票交易的主要缺点是以目标公司现有税基承接了它的固定资产，这通常意味着目标公司的大幅折旧已被扣除。在这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

种情况下，买家能够减记的收购成本要少很多，即使有一些特定税法选项可用，也无济于事。

为了降低有碍利润表现的费用，作为上市公司的买家，可能更倾向于将大部分成本归为一般无形资产价值，以便进行摊销，而不是在较短期间进行折旧。这也说明上市公司更关注收益情况，而非上市公司买家通常以税负最小化为目标。

除了给买家带来税收的不利影响外，这一交易结构还会给买家带来其他潜在风险。通过收购股票的方式，买家承担目标公司的全部负债。买家最担心截至当期卖家或其机构内含下述三项可能的风险：或有负债、资金不足的退休金计划以及潜在的产品质量索赔。这些潜在负债可能会给买家带来潜在损害，为此买家要付出百倍的努力去调查这些负债情况（迫使买家从事更加广泛细致的尽职调查）。当然，如果卖家不愿意或无力接受买家所希望的充分陈述和担保条款，买家就会遭遇掣肘。

如果股票交易不是收购全部股份，买家就必须应付那些可能投反对票的少数股东。在股票交易的谈判中，由于上述这些不利因素，买家通常能够谈出较好的价格和条款。

虽然股票交易对买家存在诸多不利，但也不乏益处。因为公司结构没有变动，所以，公司合同、信贷协议及劳动合同都延续不变——

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

除非这些合同有特别条款约定：如果股东发生重大变化，则它们就自动失效或需重新获批。如果这些合同可以维持不变，那么，买家的并购和整合过程就会更加顺畅。买家还会从卖家那里获得税收方面的好处，例如，一般亏损或资本亏损的结转抵扣。买家也许能够选择适用联邦税收法典338节的条款：在合规的股票收购交易中，买家可就卖家的固定资产采用递升税基，可以通过所购的税收抵扣冲抵或以支付某种税款形式抵消这些新增税基。在谈判协商过程中，买家会尽量将交易价格分配给顾问合同或非竞争协议中，因为这样可以抵减买家税收。

4. 颈圈调整

当买家购进股票时，它就获得了目标公司的“流动头寸”。也就是说，公司的营运资本（即流动资产减去流动负债的差额）是公司价值的组成部分。协议价格将在交割日生效，且卖家通常会“担保”交割当日营运资本的变化应该处于协议价值的一定范围以内，例如，10%的波幅之内。

例如，在过去两年，Sellco公司的平均营运资本为1000万美元。在Sellco公司全部已发普通股收购中，这个标准化的营运资本金额是整个交换价值中一个协定的部分。根据最终达成的协议，所谈定的10%“颈圈”意味着如果营运资本低于900万美元，则交易价格相应调低；同样地，如果营运资本高于1100万美元，则交易价格相应调高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

资产交易

在以资产买卖而构建的交易中，只有那些在收购协议中列明的有形和无形资产以及负债项目才能转让。买家偏爱这种交易结构，因为他们可以有选择地排除所有或部分负债，这通常对卖家不利。

一般说来，在资产交易中，卖家会保留现金、应收账款和应付账款等项目。由买家承担卖家任何负债的做法都意味着收购价格的提升，因为这实际上是对卖家支付了额外的对价。在谈判初期，双方就应确定哪些资产不在交易范围内，这样就可以在最终交易协议中明确排除这些资产。如果交易不包括营运资本项目，那就意味着新启的运营一开始就没有卖家的现金、应收账款和应付账款，因此买家就必须考虑中短期现金流以及筹资需求。

1. 卖家角度

对于卖家而言，资产交易最大的缺点就是收入进项被两次征税。第一次是在资产出售时公司缴纳，第二次是在公司清算分配时个人股东缴纳。

在资产出售过程中，公司可能面临额外麻烦的税收问题：对折旧抵扣款进行的征税（在资产出售时，这类收入被视为公司的普通收益）。而且，对于为商誉所支付的金额，公司还要立即将其确认为一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

项资本利得。对资产出售收入的双重课税会使卖家的实际收益大大缩水。另一方面，资产交易也有优点：买家十分热衷于资产交易，他们通常愿意为此支付更高的价格。

因为资产交易只涉及已列明的可确认资产和负债，所以在这种交易方式下，卖家仍要承担剩余的负债。这些负债通常包括或有负债、应付退休基金、应付职工福利、租赁负债以及未决诉讼费用。卖家还要承担资产交易相关的一次性税费，例如，房地产转让税。此外，如果卖家要继续运营剩余资产，那么一旦发生这种资产的并购转让，就会暂时打乱公司的运营，整个业务需要重新调整。

在资产交易中，因为买家能够更准确清晰地界定交易项目，所以，卖家要对交易所做的充分陈述和相关保证通常极少。在收购全部或部分特定资产的情况下，买家没有必要扩大尽职调查范围，不用去涉及卖家的公司章程、会议记录、财务报表、信贷协议等内容。卖家应该阻止这种企图，这些做法仅适用于股票交易。如果存在少数权益股东，资产交易通常还能降低持异议股东的法律诉讼风险（这种风险可能出现在股票交易上）。

2. 买家角度

采取资产收购方式，买家获得很大的税收好处，因为所购资产可以以当期市场公允价值入账。这种价值就高原则能折旧掉不少买家的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

并购成本。另外，收购价格中超过有形资产市场公允价值的金额（为特定无形资产（如专利、版权和整体商誉）而支付的部分），通常可在计算所得税时予以抵扣。

在资产收购中，买家收益于仅仅购买被列为交易范围的可确认负债，因为这样可规避或有负债和其他未知的表外负债。

通过资产交易，买家能避免购买风险资产。常见的风险资产主要包括：可能内含环境风险的房地产、不能收回的应收账款以及无法售出的存货。此外，买家可以自己确定购买和持有这些资产的实体，这可能带来税收筹划和风险管理的机会。

为获得上述利益，买家通常必须付出比股票交易方式高得多的价格。这一较高的价位已考虑到买家所能获得的好处，以及给卖家在税收方面所带来的巨大负面影响。资产收购有时也会给买家带来一些不利影响，当然，这些负面影响可被上述利益冲抵。在收购资产而非股票的交易中，从技术上说，买家不能获得目标公司的雇员、客户或合同。虽然买家能够得偿所愿地避开某些特定雇员或合同，但在与其他雇员、工会和客户的谈判中可能会遇到困难。公司与供应商的关系（包括信贷安排以及银行和出租人关系）必须重建。另外，采用资产并购方式，买家可能无法使用能为目标公司带来优势的某些特许或许可。不过，利用资产交易，买家可以有选择地重新雇用其中意的雇员，可能有机会选择性地延续最有利的合同。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

但通过购买资产，买家不能沿用卖家所享有的优惠税收结转抵扣，而且，通常还会丧失卖家的失业补偿金和工伤赔偿保险评级。

收购价格的分配

如果要把并购交易构建成一项资产交易，即使尚未完全谈出或确定收购价格，但草拟收购价格的初步分配方案应是交易双方首批应做事宜之一。草拟分配方案的目的是促进双方思考交易的整体构思和税收问题。要想启动这种讨论，我们有一个相当不错的引子：表格8594——美国联邦税务局要求填写的相关表格。很多情况下，在尚未考虑相关税收影响之时，收购双方就进入价格、条款、融资方面的谈判，甚至都谈到了收购价格的初步分配问题。对于收购价格分配的误解，往往导致交易的失败和谈判末期的僵局。所以，应该在签订意向书并达成初步共识的基础上，就填写表格8594。这有助于确保双方理解每一项资产分配决策的税收后果，有助于清楚每项分配决策将如何最终影响买家税后现金净成本，以及卖家资产出售的税后净收入。从财务报告角度考虑收购价格分配的问题，会在第16章进行讨论。

交易结构的设计非常复杂。有利于其中一方的条款通常会给另一方造成不利。因此，双方必须持续关注每一种交易结构所带来的风险和所能规避的风险。同样重要的还有，双方都必须不断关注这种交易给买家带来的税后净成本和卖家带来的税后净收入。对于卖家而言，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

股票交易的最终条款可能会给出低得多的收购价格，但增加卖家收入且（或）减少买家风险。交易结构设计的创造性思维，对于交易达成最佳双赢结果至关重要。如果交易双方都能认识到协议条款对于对方的税收影响，那么，他们就可以较顺利地达成交易，使得整体税负最小化并使双方受益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

付款方式：现金和股票

在上市公司的大型收购中，买家通常支付股票而非现金给目标公司。这种付款方式会对交易双方的风险回报产生较大影响。现金收购往往更简单直接，但对于股票收购而言，不管是上市公司股票还是非上市公司股票，都非常复杂，需要小心谨慎地分析评估。

在现金收购的情况下，买家股东承担交易的全部风险。而卖家的风险非常直接明了：他们必须确定的就是能否获得尽可能高的价格，以及能否通过继续持股而获得更高回报。

如果卖家接受股票支付方式，他们必须清楚这种货币的风险和波动性要比现金大得多。而且在股票收购中，卖家要分担买家在这项交易上是否成功的风险。如果买家是上市公司，这种风险会始于随之而来的即刻威胁：交易一宣布就可能立即引起市场的负面反应，进而导致股票价格下跌，价值缩水（卖家的收入也相应减少）。此外，根据美国证券交易委员会第144号规定，在并购交易后的一定期间内，作为交易货币的上市公司股票，其上市交易会受到一定的限制。

因此，如果对方提供的支付方式是股票，那么，卖家就必须谨慎评估这种货币的质量和流动性，以便确定这一方式的吸引力有多大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

也就是说，卖家必须严格细致地评估买家的股票。至少，卖家应了解买家股票的如下问题。

• 买家所在行业的环境如何？行业潜在增长率是多少？

• 买家历史业绩怎样？未来发展前景如何？

• 相对于上述预期而言，买家股票的定价如何？明年会如何变化？

• 在交易方面，哪些限制条件（如果有的话）会阻止或延滞买家股票的出售？

• 买家股票的市场表现及特征如何？当新股东准备出手这些股票时，是否有销路？

由于卖家股东缺乏对买家股份的控制权，因此，在只占据买家董事会少数席位的前提下，他们通常只能通过自身的投票权来最大限度地影响买家收购后的经营和决策。有时，卖家能够通过谈判获得这种董事会席位，但他们必须认识到，对于买家董事会想要通过的决策，少数席位除了投反对票之外，不会有更好的结果。

由于卖家对于买家所看中的公司十分了解，所以，卖家就要尽可能地利用这一优势。如果获得的是买家股票，卖家就必须与买家一起承担并购交易是否成功的风险。因此，如果卖家质疑买家在收入预

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

测、成本协同效应或实现协同效益的时机方面过分乐观，那么卖家就得与买家一起承担无法创造这种价值的风险。

在某些情形之下，以股票作为支付货币的交易能享受优惠的税收待遇。依据本书出版之日生效的美国税法，如果卖家与买家采取股票换股票的方式交易，并且现金支付额占交易总额的比例低于20%，那么“交换”的股票部分当期不纳税。卖家已有股票的纳税基数会结转到换入的股票，延征税额只有等到换入的股票最终出售兑现后才会予以征收。

卖家还要确定收购要约中是否有固定的股票价格或固定的股票交换比率。在固定的股票价格下，可以通过将特定日期买家提供的股票的市值除以已经确定的股票价格，得出卖家所得的股份数。按照固定的股票交换比率，卖家的每一股份所能得到的买家股份是一个固定的数量。由此，只要买家股价下跌，则卖家就会遭受损失；若买家股价上涨，则卖家就会受益。为了限制双方的损益，通常会施加一个“地板和天花板”，也称为颈圈（collars）。举例来说，如果在交易清算日，股价处于价格范围以外（比如说低于之前所商定的价格），那么，买家或卖家（也可能是双方）可以终止交易。这种股价颈圈考虑了两方面的情况（低于商定价格和高于商定价格），这对交易双方来说都公平。从长远来看，市场价值的短期波动对交易的影响微乎其微。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

卖家还必须仔细审视换入股票的所携权利。除了关注转让限制和其他类似的局限外，卖家还应争取得到跟随权——类似于控制权变更条款。这种权利通常能为卖家提供另一个分享利益的机会：在买家随后能够获利的股票交易中，卖家这次得到的股票能够“跟随”出售。换言之，在随后的交易中，如果买家公司股票被他人收购，这些条款可让卖家再次获利。

以上所述内容有一个假设前提：买家以上市公司股票对收购进行支付。如果交易支付介质是非上市公司股票，卖家的风险会更大。非上市公司股票的价值难以确定，而且波动性大，流动性差，特别是少数股东权益（这类股票所报价格的价值应该在其现金等价物基础上予以大幅折价）。在这种情况下，卖家可能希望达成一项法律条款，以保证这种股票的销路。这包括一种卖出期权类条款，即买家公司必须根据协议的相关条款，以既定价格或通过估值程序确定的价格，买进卖家得到的这些股票。（股权）买卖协议或正式的退出策略实际上也是期权，因为就合并公司的上市套现事宜，如果双方在合同里没有注明时间期限，那么，卖家就面临着一个现实的风险：他们可能永远无法通过出售这些股份，实现它们的流动性或消费性的现金价值。在实践中，非上市公司股票之间的买卖或交换并不常见，实施之前应仔细斟酌。在第13章，我们论述过与这个话题相关的溢价和折价问题，即控制权的溢价、缺乏控制权的折价和变现性不足的折价等问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

如果卖家售出自己的股票而换入买家公司的股票，那么，他们就应该清楚相对于等额现金交易而言自己所要承担的巨大风险。如果买家是上市公司，且市场对这项收购的反应是负面的，那么，卖家面临股价立即下跌的风险。此外，卖家还要承担这项交易的协同效应成败与否的全部风险。因此，卖家在接受买家股票作为支付手段时，必须慎重评估买家公司股票截至交易日的估值合理性、并购交易成功的可能性以及所换股票的潜在流动性。除非上述所有问题都能获得满意的答案，否则，卖家在交易中不应接受买家公司股票，即使接受，也应大幅度提高交易价格。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

弥合分歧

当买卖双方彼此尊重但无法就价值达成一致时，该如何处理呢？首先，双方应该重新评估此项交易的利弊，包括它对各自股东价值和竞争地位的可能影响。这种分析有助于双方聚焦于能够使收购谈判得以成功的价格和价格范围。其次，双方都应审视交易结构、买家税后净现金成本以及卖家税后净收入。每一方都应该考虑各种可能的交易结构，以使双方的税负最小，并最终弥合双方的分歧。例如，考虑不同的成本分配方法，使卖家能够享受资本所得之利，而不是遭受普通所得税之弊，或考虑一种交易结构，使得卖家只需缴纳单一税负而非双重税负。显然，双方要想缩小分歧，通常的做法是关注买家税后净成本和卖家税后净收入，而不是纠结于实际收购价格。这也能让双方聚焦于他们的真实净成本和净回报。

当所设计的交易结构不足以达成交易时，应该考虑利益兑现条款。通常被定义为某个业绩指标百分比的利益兑现条款为卖家提供了这样一个机会：创造超过买家从当期交易及其股份中所能看到的价值。利益兑现条款往往有利于买家，因为买家可以在获取了议定的利益之后才为这种利益付款。可以看出，利益兑现条款的目的是要求卖家分担交易风险，而且，卖家要等到实现特定目标之后才能获得回报。利益兑现条款的计算通常是一件困难的事情，它取决于如何解读

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

条款内容，可能带来争执。下面是利益兑现条款的一些具体指标形式。

• 超过收入基数的新增百分比。

• 息税折扣摊销前利润的百分比（当现金流量总额最重要时所用的指标）。

• 买家净收益百分比和卖家净收益百分比（当未来的资本和资源存在竞争时所用指标）。

有很多这类绩效指标，但对利益兑现协议而言，最重要的是术语的定义。让我们考虑下述在利益兑现条款中会引起争执和困惑的定义问题。

• 什么是“利润”？

• 利润是在所得税、年终分红、企业捐赠和类似抵减项之前的，还是之后的？

• 是抵减了实际工资和其他形式报酬之后的利润？还是抵减了协议的报酬或行业标准的报酬之后的利润？

• 对于分配给本业务单元的总部管理费用和其他公司费用，是否应当制定政策予以限定？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

•被购企业是否应该继续单独记账，以便进行比较分析和利益兑现条款的计算，或者利益兑现条款是否应建立在某些合并业务单元的组合指标之上？

•非竞争协议或源于收购价格的商誉摊销是否会影响利益兑现条款？

利益兑现条款的相关计算都应以表格的方式予以详细例解（作为最终协议的附件），此外，还应该包括有关术语的可验证的具体定义。

在经济下行期间，利润倍数和价值通常都下跌。把这种下跌视作暂时现象的卖家和寻机砍价的买家之间的分歧，可以用利益兑现条款予以弥补，因为设计它的目的就是为了提供价值上升的潜在空间。此外，卖家的其他相关策略包括：提供更多的卖方融资（其所产生的回报要高于经济下行期的某些投资）、保留一定权益以待经济复苏之后高价售出。

弥合分歧或从买家向卖家转移价值的另一工具是雇佣协议。它可以使买家支付给卖家的费用实现税前扣除，而卖家所收的这些费用可作为普通所得征税。虽然雇佣合同的价格应该体现相关服务的真实市场价值，但有时它们是“伪装的”收购价格的部分进项，可以享受税

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

前扣除的税收优惠。此外，双方都应该谨慎评估什么是符合市场水准的报酬，以确保不会受到税务局的质疑。

雇佣协议能为卖家带来诸多好处。首先，它能使卖家名列享有相关报酬的“工资名册”上（这种报酬通常包括丰厚的职工福利，例如，车辆使用、俱乐部会员资格、假期工资以及参与退休计划或股票期权计划）。此外，正式的雇佣协议能为卖家提供一种“担保”，以保证其继续受雇，同时，还能为卖家提供一定程度的“保障”，以防雇佣的意外终止。这类雇佣协议通常含有一个既定的年限，并规定除特定理由之外，不得解雇卖家。此外，该合同通常还包括这样一项条款：如果双方终止合同，则必须支付卖家预先确定的全部报酬。

卖家的雇佣协议可能还会包括一项常青树条款，它可以不断地更新延续，除非买家向卖家出示具体的解聘函。雇佣协议可能还会有另一种条款——实际解雇条款，内容包括卖家在并购后公司的工作描述，如职位名称和卖家向上报告的监督岗位界定等。如果买家想要变更这一报告关系，则会被视为买家“实际解雇”了卖家，那么，既定的卖家利益将全部立即兑现。这一条款的目的是为了给卖家提供保障，明确他们在新公司中的具体职责，并在环境发生变化时，卖家可以在有利的条件下掌握离职的主动权。对于那些不想接受严密监督或非常严苛报告要求的创业者或曾经的公司高管而言，上述条款非常重要。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

未尽交易的后续事件

和关注未尽交易同等重要的是，谨慎的卖家还应考虑未来可能还会出现的出售情况。如果买家公司随后发生了控制权变更（换句话说，如果买家公司在一定期间内（通常为24至36个月——从收购日起算）被收购或兼并），那么，可能会触发另一项有利于卖家的条款。通常，在买家公司控制权发生变更的情况下，已接受延期付款的卖家有权立即收取全部的收购价款。另外，控制权变更条款可以让卖家在获得原交易的收益之外，还可以分享买家在之后交易中的所获收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

从其他角度看待并购交易

有一点需要交易双方清楚：交易双方的代表都是具有一定经验的顾问，双方都无法从对方那里获得很大的便宜，除非一方正处于不利的环境或发生了极端的情况。不过，在中小型企业市场的交易中，很多参与者或其顾问缺乏足够的培训和经验，所以，无论是买方情形还是卖方处境都有可待发掘之处。因此，有时会出现一方或另一方大获其利的交易实例，只不过多数不为人们详知而已。

为了设计出双赢的交易，交易双方应该认清它们共同的目标。如果对价值有了较好的了解，如果就交易结构和合同条款的选择都做了充分的探讨和分析，那么，最终达成的协议往往能体现双方相互的需求。其中包括买家的一个基本需求，即支付的价格能够获得合理的投资回报，当然，前提是买家了解了相关风险，而且，并购融资唾手可得。也包括卖家的下述需求：转让所有权，实现个人的某些目的，就所售股权（或资产）获得公平的税后对价款，得到流动性、延期付款的收回保证以及对未来工作的充分保障（如果交易涉及的话）。交易双方必须认识到：政府是以税收方式参与交易，这会对双方利益产生影响，必须谈出一个对双方都合理的相关结果。双方还应该进一步认识到：企业往往是由复杂的经营活动构成，充满了很大的不确定性，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

必须对这些不确定性予以甄别和确认，并在出售/收购协议中予以合理界定。

基于以上因素，应大力鼓励交易双方进行换位思考。当卖家想要自己的非财务考量得到认可，以及自身财务目标能够实现的同时，他们必须相应地认可买家的风险敏感性、竞争的难处、资本的约束以及现金流的需求。

就上述内容而言，所有的一切都似乎能顺理成章，但在谈判处于白热化的情况下，客观理智地对待这些问题却非常困难。这种情况再次向我们强调：在交易之前，培育一种理解和信任的相互关系，对双方都有好处。同时，它还进一步强调了另一种必要性，即卖家应该在预期交易日的若干年之前，就开始启动公司的传承规划流程。借此，卖家能够更好地理解和满足买家的需求。更重要的是：卖家会因此着手培养若干潜在买家，以便尽可能地降低对单一买家的依赖，与此同时，尽可能地强化谈判地位，以期实现出售回报的最大化。

同样地，对于买家而言，计划和寻找卖家也是一个持续不断的过程。最好的交易通常不会按部就班地出现在市场上，通过与有收购前景的公司建立关系，可以极大地提高对这些机会的把握能力。如果买家仅仅依赖中间人所提供的交易信息，那么，他们遭遇的可能都是定价过高的目标公司，而且这些目标公司也会同时出现在许多其他潜在买家的面前。由于收购过程的复杂性，使得绝大部分收购或出售机

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

会，不可能凑巧出现在最佳时机。总之，了解价值、认识价值的驱动要素以及并购交易的运作机理，能够为并购双方铺就一条更加可靠的成功之路。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第16章 企业并购和财务报告

本书自始至终都是在并购背景下，向读者介绍确定和提升公司价值的相关方法和工具，特别是在潜在交易发生之前，所使用的那些方法和工具。在过去的十几年间，伴随着公允价值会计准则的建立及广泛应用，以及并购财务报告合规性要求的出现，估值已经成为并购业务不可或缺的组成部分。尤其是在交易发生后的那段期间，目标公司可确认的无形资产和商誉的公允价值，都会反映在收购公司的财报上，并会最终影响随后财年的报告收益。

本章概述了与财务报告规范相关的准则标准，它们可能会对企业的并购活动产生影响。首先，我们介绍一些主要原则和准则，它们会导致某些假设和步骤方面的差异（相比于本书其他部分所述的估值概念）。然后，我们会介绍一些购买总价分摊之后，通常所见的无形资产类型。最后，我们列示了与财务报告合规性相关的尽职调查问题的增补清单，以及作为附加信息的参考文献目录。

本章的目的是让读者，包括审计师、企业主、财务经理、交易顾问和估值师，在遇到财务报告合规性要求和主要估值概念时能对这些问题有一定的认知和大致的了解，以便为并购交易后财务报告的编制做好更充分的准备。我们提供的这些相关阐释和说明，都是源自我们经历过的无数并购交易前后向财务总监们提供顾问服务的经验。注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

意：本章所涉及的这些问题都是与编制财务报告相关的，不同于交易后相关的税务问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

美国的《通用会计准则》和《国际财务报告准则》

《通用会计准则》[1]是美国企业财务报告的表达规范，由美国财务会计准则委员会（FASB）颁布。在美国，但凡需要获得独立会计师审计、审核或编制会计报表的公司，都必须遵循《通用会计准则》的要求。对受制于《通用会计准则》的财务报表而言，公允价值计量是必须遵守的——除非你有意违规。在美国之外，与《通用会计准则》对应的是《国际财务报告准则》，它是由国际会计准则委员会（IASB）颁布的。

过去的十几年间，财务报告制定准则发生了实质性的变化，而且，其新增变化（同样会是实质性的）将在下一个十几年间陆续出现。这些变化会直接影响并购交易（本章所用的对应词是“企业组合”——这是财务会计准则委员会和国际会计准则委员会所用的词汇——business combinations）。在2002年，美国财务会计准则委员会和国际会计准则委员会签署“诺沃克协议”，即两个委员会之间的理解备忘录，内容是致力于融合美国《通用会计准则》和国际会计准则。这项活动始于1996年——此时，公司财务报告开始驶离历史成本，向公允价值行进。就财务报表上的那些资产而言，以公允价值表述要比以历史成本的表述更加有用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

就《通用会计准则》和《国际财务报告准则》在过去十多年的变化而言，财务报告的规范要求对企业并购活动的影响较以往更大了。

至2009年末，超过100个国家，包括欧盟以及亚洲和拉丁美洲的部分国家，都采用了《国际财务报告准则》。加拿大、意大利和韩国计划在2011年加入这个行列，墨西哥则定在2012年加入。在美国，最早将在2014年强制部分上市公司使用《国际财务报告准则》。在世界范围已经形成了一种趋势：在编制国内及跨国财务报告时，使用同一会计准则。对于多数美国公司来说，从《通用会计准则》到《国际财务报告准则》转变的初期，在下述几个方面会很有吸引力：报告形式简化，合规成本降低；对于投资者而言，更高的透明度和更强的可比性。

这些变化会对如何在全球范围内完成并购交易产生影响。因此，在考虑企业组合问题时，公司管理者及其顾问有必要对特定会计准则及其对财务报表的影响有一个整体的理解。

[1] 本章提及的《通用会计准则》——GAAP，是指美国的《通用会计准则》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

FASB和IFRS的相关公告

伴随这些变化，并购交易方必须比过去更加熟悉《通用会计准则》，特别是会计准则汇编（ASC）专题820和805（财务会计准则公告（SFAS）157和141），以及会计准则汇编350（财务会计准则142和144）。在美国之外，并购交易方必须更加熟悉《国际财务报告准则》专题3和国际会计标准专题36和38：

会计准则汇编（ASC）820（财务会计准则157）——公允价值计量。颁布于2006年9月，会计准则汇编（ASC）820（财务会计准则157）为如何在财务报表的公允价值计量中，应用公允价值概念和要求额外披露的信息建立了一个框架。

IAS39（国际会计准则39）——金融工具：确认与计量——公允价值的选择。最初颁布于1998年12月并修订了10次后，在2009年4月获得通过。按照《国际财务报告准则》，国际会计准则39规范了公允价值计量原则。

会计准则汇编805（财务会计准则公告141（r））——企业组合（business combinations）。最初颁布于2001年6月，2007年12月修订。会计准则汇编805（财务会计准则公告141（R））处理的是企业组合过程中所购资产（包括商誉和其他无形资产）的分摊问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

国际财务报告准则3——企业组合。最初颁布于2004年3月，修订于2008年1月。按照国际财务报告准则3要求，所购的所有无形资产（满足确认条件的），将作为企业组合的一部分，按公允价值登录账簿。

会计准则汇编350-20（财务会计准则公告142）——商誉和其他无形资产。颁布于2001年6月，会计准则汇编350-20（财务会计准则公告142）陈述商誉和其他无限期无形资产减值的有关问题。

国际会计准则36——资产减值。最初颁布于1998年6月并修订于2004年3月、2008年5月和2009年4月，国际会计准则36要求对无形资产基于其可收回金额进行减值测试——这个可收回金额是以“相关公允价值减去出售成本”和“相关使用价值”孰高来定义的。

国际会计准则38——无形资产。最初颁布于1998年9月并修订于2004年3月、2008年5月和2009年4月，国际会计准则38依据《国际财务报告准则》，在无形资产估值方面提供相关指引。

会计准则汇编350-30（财务会计准则公告144）——长期资产减值或清理的账务处理。颁布于2001年8月，财务会计准则公告144阐述了长期资产（包含固定资产和无形资产）的减值测试问题。

在本章的随后的内容里，我们将详细讨论会计准则汇编820、805和350（财务会计准则公告157、141（r）和142）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

作为诺沃克协议的成果之一，美国财务会计准则委员会和国际会计准则委员会启动了它们之间的第一个合作项目：确定企业组合的会计准则，以便进一步促进会计准则的国际融合。随着财务会计准则委员会颁布会计准则汇编805（财务会计准则公告141（R）），以及国际会计准则委员会对《国际财务报告准则》的修订，下述两个方面取得了很大的进步：一是对企业组合方面的财务会计报告编制的改善；二是对国际会计准则融合的促进。就公允价值计量而言，目标是为它在应用中的一致性问题，提供一个日趋一致的指南。由此，美国财务会计准则委员会在2006年颁布了会计准则汇编专题820（财务会计准则公告157），而且，国际会计准则委员会期望在2010年（也是本书即将付梓之日）颁布对应的准则。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

审计公司的审核

与公允价值评估值一起受到审计的，还有影响资产负债表的其他评估值，但依据都是《通用会计准则》和《国际财务报告准则》。以编制财务报告为目的的估值，实际上是一个遵循上述准则的合规过程。在过去若干年间，对公司雇佣外部独立资产估值专家没有要求，但由于下述三个原因，对这些专家的依赖程度日渐增强：一是来自会计监管机构日渐严苛的检查；二是审计人员严格的独立性要求；三是对为编制财务报告所做估值日益严格的审查。在这种严格的监管环境下，不仅需要估值专家在企业估值上有扎实的功底，而且也需要他们对下述几个方面的知识了然于胸：无形资产估值、公允价值计量的详细规范，前面所述的相关准则，以及来自下述组织的相关文献：美国注册会计师协会、估值评估协会、国际估值准则委员会和其他相关组织。相比涉税事务、诉讼事务或战略规划的估值，公允价值会计属于估值领域里的一个很专业的细分知识，有着不同的专业准则和要求。

对公允价值评估的最终确定，是由管理人员和估值专家共同拍板，但财务报表的最终责任却是由公司管理层承担。因此，财务高管人员需要积极监管会计人员和估值人员的工作。为了应对下述三种情形，审计公司需要愈发认真审计上市和非上市公司公允价值的评估值：上述新追加的准则要求、美国证券交易委员会（SEC）和上市公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

会计监管委员会（PCAOB）对审计质量的关注，以及PCAOB在公允价值审计中发现的相关问题。财务会计准则委员会（FASB）通过各种审计准则公告（SAS）提供了如下的规则和方法。

审计准则328（审计准则公告101，公允价值计量的审计和披露）。为公允价值评估值的审计，提供规则（针对利用专家对会计所用评估值进行的评估）。它允许审计师通过独立评估和敏感性分析，评价管理层确认的公允价值计量结果。

审计准则336（审计标准公告73，利用专家的工作）。为审计师审核这些评估专家的工作提供方法——借此，审计师可以评估包括技能和知识在内的专家资格（例如，行业工作经验、专业资格证书和同行的评价）

审计准则342（审计标准公告57，会计评估值审计）。为评价管理层确认的会计评估值（比价值评估值更为宽泛）的合理性提供方法。例如，评估值相对于《通用会计准则》的合规性，确保所有无形资产已得到确认，以及确定假设的合理性等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

会计准则汇编820：公允价值计量（财务会计准则公告157）

会计准则汇编（ASC）820（财务会计准则公告（SFAS）157）为以编制财务报告为目的，如何计量资产和负债的公允价值确立了一个原则框架。2006年颁布之前，在公允价值计量和披露要求方面，《通用会计准则》的规则存在不一致的情况。《国际财务报告准则》对应的内容将在2010年发布，与本书出版时间基本吻合。这种准则的目的是：对以编制财务报告为目的的公允价值计量方法，尽量予以统一。它确定的价值准则既不同于以纳税为目的的市场公允价值，也不同于以诉讼为目的的市场公允价值和公允价值准则，也异于以战略规划为目的的市场公允价值和投资价值准则，甚至不同于其他一切价值准则。总之，它有别于之前由美国国税局、法院和企业通用的任何价值准则。

根据会计准则汇编820（财务会计准则公告157），公允价值被定义为“一种价格，即在一个有序交易的环境下，在计量日，市场参与者为出售资产而愿意接受的价格，或为转移负债而愿意支付的价格”。[1]为了更好地理解这一定义，需考虑以下几点：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

• 公允价值曾经被视为进入价格（买方）：公司为收购资产或者清偿债务而需支付的金额。而现在公允价值被视为退出价格（卖方）：“出售资产或转移债务的交易，是在计量日假设的交易——从持有资产或转移负债的市场参与者角度考虑。因此，公允价值计量的目的是确定在计量日出售资产或转移负债可接受的价格（退出价格）。”[2]

• 作为退出价格，公允价值代表公司若在市场上出售资产或转移负债时，愿意接受的价格。在概念上，一项资产或债务的退出价格不同于其交易价格（进入价格）。在很多情况下，尽管退出价格和买入价格可能完全相同，但在初始确认时，交易价格不再能代表资产或负债的公允价值。

• 与退出价格的概念一样，交易成本应费用化，而非资本化。也就是说，由于下一个收购者对之前交易所发生的成本不感兴趣，因此，交易成本不应体现在公允价值之中。

• “一项有序的交易有这样一种特征，即在计量日之前一段时期都敞口于市场，以便与这些资产或负债相关的交易发生于正常和习惯的市场活动中。”[3]

• 公允价值计量假定交易发生在相关资产或负债的主要市场或最有利的市场。“主要市场”是指资产和负债最多和最为活跃的市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

场。“最有利的市场”是指能使某项资产所获金额最大化的市场或转移某项债务所付金额最小化的市场。如果存在有关资产和负债的主要市场，即使其他市场的价格在计量日可能更为有利，但公允价值计量也应体现主要市场的价格（不论这一价格是直观的还是使用估价技术确定的）。[4]

• 有一点很重要，即要从市场参与者的角度审视公允价值，而不能从特定实体的角度。也就是说，公允价值以市场为基础，而不能以特定实体为转移。市场参与者[5]是一个不相关的群体，它们基于应有的勤勉了解相关的资产或负债，有意愿且有能力从事这些资产/负债的交易。此外，这些可能都是假定的情境。因此，按照市场公允价值准则，假定的买方和卖方存在着某些相似之处。不过，一个重要的区别是：要看市场参与者是财务买家还是战略买家。另外，就市场参与者的观点而言，一项资产可能对某个市场参与者来说有巨大价值，但对某个实际并购者来说，价值可能很少，甚至毫无价值。

• 公允价值假设市场参与者能最佳地使用资产。这种使用必须在物理上是可能的、法律上是允许的，并在财务上可行的，此外，这种使用还要使资产价值最大化。[6]在有关价值的前提方面，报告实体必须确定资产的最佳使用方式是自用（作为某一资产包的组成部分）还是出售（作为单独个体使用）。[7]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

会计准则汇编820（财务会计准则公告157）规定了一个“公允价值级次”，将估值所用输入值分为三个级别。这种规定会影响信息披露程度，但不影响估值技术本身。

（1）第一级估值输入值被给予最高优先级，代表同类资产或负债活跃市场的报价。

（2）第二级估值输入值包括非活跃市场上的下述各项：类似资产或负债的报价、同类资产或负债的报价、可以直接观察到的这些资产或负债的估值（而不是其直接报价）以及导自可观测的市场数据或被市场数据证实的市场价值。

（3）第三级估值输入值是最低优先级，因此需要披露最多的信息，但代表了绝大多数交易，包括所有非上市公司的交易。第三级估值输入值不可观测，它们建立在公司对市场参与者如何所思的自我假设之上。

总之，在公允价值计量和披露要求方面，会计准则汇编820（财务会计准则公告157）提供了贯穿《通用会计准则》始终如一的规则。就企业并购而言，受会计准则汇编820（财务会计准则公告157）影响最大的美国财务会计准则委员会公告，可能就是会计准则汇编805（财务会计准则公告141（R））。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

[1] 美国财务会计准则委员会的财务会计准则公告第157号——公允价值计量（2006），¶5。

[2] Financial Accounting Standards Board,Statement of Financial Accounting Standards No.157,Fair Value Measurements(2006),¶7。

[3] 同上。

[4] 同上，¶8。

[5] 同上，¶10。

[6] Financial Accounting Standards Board,Statement of Financial Accounting Standards No.157,Fair Value Measurements(2006),¶12。

[7] Financial Accounting Standards Board,Statement of Financial Accounting Standards No.157,Fair Value Measurements(2006),¶13-14。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

会计准则汇编805：企业合并（财务会计准则公告141（R））

会计准则汇编805（财务会计准则公告141（R））规定了公司基于财务报告目的应该如何解读并购交易。财务准则汇编805制定的会计处理要求，非常类似国际财务报告准则3[1]制定的要求。在财务准则汇编805（财务会计准则公告141（R））中，企业并购交易被称作企业组合——企业组合被定义为“收购方获得一个或多个企业控制权的交易行为或其他事项。有时称作‘真实合并’或者‘平等合并’的交易也是企业组合（就像这个词汇在这个公告里所使用的那样）”。[2]这个公告“就下述事项为并购者确定了应遵循的原则和要求：①如何确认和计量被购的可确认资产、所担负债以及卖方的非控制性权益；②如何确认和计量企业并购中所购商誉或产生于低价收购的利得；③如何确定所需披露的信息，以保证财务报告使用者能评价企业组合的性质和财务影响”。[3]需要重点关注的是：这一公告并不适用于：①合资企业的建立；②非业务性的资产或资产包的收购行为；③同一控制权下实体或企业间的合并行为。[4]同样地，它也不适用于非营利性组织的企业收购或非营利性组织的合并。[5]

关于时间方面的要求表述如下：如果企业合并的初始会计处理在交易发生的报告期末尚未结束，准许予以估值计入，然后，在交易后

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一年之内进行调整。[6]

在会计准则汇编805（财务会计准则公告141（R））的主要目标中，其中有两个如下：一是提供更多有关无形资产的信息；二是提高不同实体之间财务成果的可比性。然而，在将审计重点放在无形资产的同时，会计准则汇编805（财务会计准则公告141（R））要求将收购价格分摊至被购的金融工具、有形资产、无形资产以及所承负债。

在这个公告中，无形资产被定义为“不具备物质形态的资产（不包括金融资产）”，但不包括商誉。[7]之所以关注无形资产，是因为我们正在从生产型经济向知识型经济转型，大部分价值都是由无形资产所创造。风险投资家、私募股权基金和对冲基金都认为无形资产具有核心价值，并更加注重它们的战略意义。

这个公告要求在企业组合中，所购无形资产不满足特定条件的，应涵盖在最初确认为商誉的金额内。这些确认条件适用于企业组合中获取的无形资产，而不适用于通过交易取得的无形资产。必须确认为资产而不是商誉的无形资产具有以下特征：资产源于合同或者法律上的权利（例如：商标、品牌名称、互联网域名、非竞争协议、特许权转让协议、特许经营协议、计算机软件和专利技术），或者在不考虑管理层意图的前提下，资产能够独立存在或能从被购实体中分离出来出售、转让、授权许可、出租或者交换（例如：客户关系、专有技术和数据库）。配套的人力资源不能确认为独立于商誉的无形资产，需

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

要连同下述资产一起估值：客户关系、订单、现有技术、在研项目或适用于多周期超额盈余法（将在第17章介绍）评估的其他资产。即使收购方不打算使用的资产（例如商标或复制软件）也要赋予价值，以便与下述两项规范保持一致：市场参与者概念；会计准则汇编820（财务会计准则公告157）所定义的公允价值。即便收购方不会使用被购方的商标，但如果认为有一家非上市公司也是市场参与者，而且很可能会使用这个商标，那么商标就必须予以估值，并且要就购买价格予以价值分摊。

财务准则汇编805（财务会计准则公告141（R））将可确认的无形资产分为五类，分别举例如下。

（1）市场营销相关。市场营销相关的无形资产是指主要用于市场营销，或用于产品或服务促销的无形资产。它们包括商标、商品名称、服务标识、集体商标、鉴定标识、商业包装（唯一颜色、形状或包装设计）、报纸刊头、互联网域名和非竞争协议。

（2）客户相关。客户相关的无形资产是指与现有客户相关的那类资产。包括如下内容：客户合同、相关客户关系、非契约客户关系、订单或未完成的生产订单。客户相关的无形资产往往不是来自合同权利或其他法定权利。当这类资产与顾客或客户相关时，它们的可分性很小。客户关系建立于信任和人际基础，所以，很难将客户“出售”给竞争者或第三方。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（3）艺术相关。如果艺术相关的无形资产源于合同权利或法律权利（例如版权），那么，它们就满足了确认条件而不被归为商誉。这类资产包括戏剧、歌剧、芭蕾舞、书籍、杂志、报纸、其他文学作品及音乐作品（包括作曲、歌词、广告词），还有图片与照片、视听材料（包括电影、音乐视频和电视节目）。

（4）基于合同。基于合同的无形资产代表的价值是源于合同协议的权利。这类资产包括许可权协议、版税协议和暂缓还债协议；广告制作合同、建筑合同、管理合同、服务合同，或供应合同；租赁合同；施工许可；特许代理协定；经营权和转播权；特许使用权（如钻井、水、空气、煤炭、树木砍伐和特许航线）；维修保养合同和雇佣合同。

（5）基于技术。基于技术的无形资产是指与创新和技术进步相关的无形资产。这类资产包括专利技术和非专利（如现有）技术、计算机软件和掩模作品、数据库（包括标题库）、商业秘密（例如，秘密配方、工艺和秘诀），以及在研项目（IPR&D）。

收购公司财务主管在同公司的注册会计师和估值专家讨论之前，应根据无形资产类型审核目标公司的下述类型的无形资产：营销类、客户类、艺术类、合同类和技术类。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

上述清单并未详尽所有，但它确实为公司交易前对无形资产的尽职调查提供了一个不错的框架。同时，也为并购交易完成后，目标公司可确认无形资产收购价格的分摊做好了估值准备。尽管财务会计准则委员会（FASB）在这个清单上根据这五大类定义了30种以上的无形资产，但很多都基本不存在收购价格的分摊问题。另外，尚有其他很多无形资产可能与特定收购活动相关，而在收购价格分摊中，最为常见的有如下10种。

（1）客户关系。与客户有关的无形资产包括交易中收购的客户群/客户清单。对购买方来说，客户关系代表了基于这个客户群预期会持续发展的业务关系和未来收益。事实上，客户关系往往体现了被收购企业持续经营价值的主要部分。客户这一无形资产经常与商誉混淆，但从会计的角度看，它不同于公司商誉。以往，商誉被界定为预期客户会再次惠顾公司之意，或客户将继续与商家做生意的可能性。不过，商誉与无法定义的/未知的/不确定的客户惠顾联系在了一起。商誉通常的着眼点是：在未来某段时期，某些客户会再次光顾这个商家并带来一定的收益。与此相反，客户类无形资产分析包括了下述因素：特定的客户关系，它们过往带来的收入，它们的购买模式，此外，买家还可以获得这类客户关系的数据特征，以便做出具体的收入预测。实质上，客户类无形资产的价值与下述计算的预期值有关：在一段可预计的期间内，特定客户与商家交易将产生的预期收益。因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

此，在某些情形下，可以使用成本法评估客户关系的价值，但这种价值评估更多的是使用收益法中的多期超额盈余法（MPEEM）。[8]

（2）现有技术。现有技术体现于产品和服务之中，在现期市场上，可为公司带来收益；在技术上，相关的产品被认为是成型的，因为它们达到了设计规范的要求，也处于或已通过了测试阶段。因此，现有技术被看成是一项专属权。术语“专属技术”往往用于称呼未取得专利权，以及正在申请专利的商业秘密和专业技能。在许多情况下，对于一家正在运营的公司来说，现有技术比专利更有价值。现有技术必须是用于公司经营的技术，它不仅体现为某种竞争优势，还通过下述方式保持其机密性：规定员工必须遵循的限制性条款、确保相关知识的隔离性、严格控制的相关文件和档案等。现有技术可以带来一些经济优势，如较低的经营和制造成本、产品或服务的溢价。尽管很难做到绝对保密，但它却可以在时间、成本、知识或技能方面，为竞争对手设置一些障碍。最后，现有技术树立或确保了企业的市场地位。鉴于这些特征，现有技术的价值往往体现于它的创收能力，因此，它的估值通常使用收益法中的多期超额盈余法（MPEEM）或者权利金节省法（relief-from-royalty method）。

（3）在研项目。在研项目（IPR&D）指尚未完成的某项研发项目。需要特别指出的是，在研项目是一种正在开发的技术，即潜在技术还没有达到技术可行的程度，还没有项目的工作模型，或还未完成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

项目详尽设计的所有步骤。一旦这种研发成果进入市场，就成为现有技术。所购在研项目是所有用于研发活动的无形资产的子集。在企业合并过程中，收购后用于研发活动的资产都是单体的可确认资产，而且，要基于它们的潜在价值，按项目分摊被购公司的成本。在研项目的技术往往引领前沿，所代表的技术不易复制。每项具体的在研项目必须是被购公司亲历亲为，它的成本可以按照财务会计准则公告2的规定，量化为研发成本。在研项目必须以合理的可信度予以评估，必须有实质性内涵并能最终创造价值。它们尚未完成，还存在着技术风险、工程风险或仍需监管审批。此外，它们还将继续发生额外的研发费用，但它们通常会使核心技术的价值成倍增长。在研项目还必须具备预期经济效益，使收购公司能够预期目标公司的每项独立资产或与其他资产构成的资产组合，将如何用于合并后的研发活动。然而，值得关注的是：按照会计准则汇编820（财务会计准则公告157）对公允价值的定义，不允许按照收购方使用与否来决定是否计入在研项目的价值。如果市场参与者已经完成了这类研发项目，那么不管收购方自身意图如何，它必须确认这个在研项目的价值。在研发期间，在研项目的公允价值要予以资本化，同时，还要进行减值测试。对在研项目的估值，通常使用收益法中的多期超额盈余法（MPEEM）。

（4）租赁协议。如果公司拥有若干低于市价的房产或设备的租赁协议，那么就存在着价值（因为按照市场标准企业节约了成本）。由于这类租赁协议低于市价的性质，使得公司可以实现一定数量的节约

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

资金，因而能够借此创造可确认的效益流——这些都意味着估值这类租赁协议，需要使用收益法旗下的多期贴现方式。

（5）特许权协议。特许权协议说的是一家公司为获得特许使用费，特许其他实体使用商标名或专利的行为。这些协议的估值取决于公司获取特许权收益的金额，所以通常是用收益法旗下的多期超额盈余法，评估特许权协议的价值。

（6）非竞争协议。一份非竞争协议是一个企业的买方和卖方达成的协议：限制卖方一段特定时间内的竞争行为（往往按地理区域划分）。当一个企业被出售时，无论卖方是个人出售家族企业，还是公司剥离的一个子公司，买方通常会与卖方签署一份非竞争协议。这类协议可能是整体资产或股权出售合同的条款之一（一项非竞争信约承诺），抑或把这个承诺作为一项独立资产出售给买方的契约（一项非竞争协议）。法院历来认为非竞争协议是可以合法摊销的无形资产，但前提是与经济现实相关的某些特定条件要得到满足。在有些企业，雇员因工作职责或与老板、高管之间的交流能够获知很重要的信息。对于这类企业的雇主而言，非竞争协议就显得非常有价值。虽然签订的协议并不能确保杜绝恶性事件，但这类协议的威力在于，它会迫使员工慎重考虑离职之举。尽管在并购交易中普遍存在着非竞争协议，会产生收购价格的分摊问题，但它的价值只占购买总价一个相对小的比例。在现实中，因为卖家离开公司之后，在非竞争协议规定的3~5年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

内，成功地成为竞争对手的可能性很小。此外，由于地方司法权之故，非竞争协议很难在法院得到强制执行，这个问题涉及修改司法管辖权的大问题。这里通常使用收益法中的差值法对非竞争协议的价值进行估值。

（7）订单储量。订单储量（也称作合同储量）代表从合同的剩余销售额中将获得的收入。估值订单储量类似于估值销售合同。当然，只要有能获得一组预期收益的合同，就一定会在获取这些收益时发生费用。同时，用于评估订单储量公允价值的方法，必须考虑到这些订单中的每一份订单的收入。最适用于这类估值对象的评估方法是多期贴现法。对来自订单储量的预计现金流进行评估，可以按低于企业整体风险的贴现率，因为与订单储量相关的客户有合同约定，保障性较强。

（8）专利。在美国，专利是政府通过专利商标局授予发明者生产、使用和出售发明的合法权利。授予的专利可在一个地区的一个有效期内享有合法的垄断权。有效期一般是20年（自注册之日起）。除了节约成本的可能外，内含专利的产品可能享有销售的溢价。这种溢价的大小或取决于收取溢价的能力，或取决于相关知识产权节约成本的能力。一项专利的价值取决于如下因素：有效期的长短、相关发明的地位、所处的行业、实用性以及相关的阻碍性专利等。专利的估值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

方法很多，但就编制财务报告的目的而言，最常见的估值方法是收益法中的权利金节省法。

（9）软件。所有公司都拥有软件，但在所有企业并购中并不会单独计算软件的价值。不过，市场现行的软件还是有价值的，也就是说，在技术上这类软件被认为是成熟的，因为它达到了设计规范，处于或已通过了测试阶段。如同现有技术一样，软件被视为一项专属权。用于公司经营的软件，不仅会体现为某种竞争优势，也可视为一种商业机密（可以通过规定员工必须遵守的限制条款、确保知识的隔离、严格控制的文件和档案等手段进行保密）。专有软件或技术可以较低的（服务、经营和制造）成本的形式，体现为一种经济优势。尽管很难做到绝对保密，但它却可以在时间、成本、知识或技能方面，为竞争对手设置一些障碍。最后，它还可以在树立或确保企业强有力的市场地位方面起作用。鉴于这些特征，软件的价值往往在于其创收能力，因此这种估值通常会使用收益法中的权利金节省法，但用于内部运营的软件除外，因为它不直接产生收入。在后一种情况下，需要使用成本法中的重置成本法进行估值。

（10）商标或商业名称。在1946年的商标法案中，商标被定义为“制造商或商家采纳用来识别其商品，并区别于其他商家产品的任何字、名称、符号、图案或它们的组合”。商标具有三个基本功能：标识产品、保证某种品质、作为市场营销的公共关系载体。在一定程

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

度上，商标价值来自这三项功能。同样，商标价值的大小在于其溢价能力、市场占有率和（或）市场使用费。既然商标拥有者在创立商标上投入了时间和费用，那么，就要防止竞争者分享由此带来的利润。只要积极地使用并严格地防范，注册商标的价值就能得到保护。一个商业名称是一个企业、协会或其他组织用来识别自身的名称。这是一种营销类的无形资产，它与用于识别公司产品的商标既可以相同，也可能不同，如微软，就内含了这两种类型的功能。一个商业名称并不具有商标的那种法律保护，它不能在联邦层面注册，除非它本身也是一个商标。商标和商业名称要么具有长期的使用期限，要么具有不确定的使用年限。通常它们都通过收益法旗下的权利金节省法进行估值。

还需要意识到企业并购与会计准则汇编805号（财务会计准则公告141号（R））相关的其他几个方面，但这超出了本书的范畴，需要回顾这个公告本身的内涵和相关文献。接下来，总结一些之前尚未提及、不在上述范畴的关注点。

- 收购法。按照收购法（原名购买法），收购方要把被购方的价值（截至收购日）作为一个整体予以衡量和确认。应用购买法需要4个步骤：①确定购买方；②确定购买日期；③确认和计量所购的可确认资产，所担债务和不具控制权的权益；④确认和计量商誉或来自低价收购的利得。[9]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

• 披露要求。在本章的67~73段落里，列示了一份长长的要求披露的清单。

• 交易成本。按照会计准则汇编820（财务会计准则公告157），交易成本不包含在企业并购的公允价值中。交易成本必须计入当期损益而不能资本化。

• 预计的重组成本。这部分成本不再作为资产计入，但作为该期发生的费用。

• 或有对价。在购买价格中，必须包括盈利兑现条款的公允价值。在获得最新信息时，应通过调整后的公允价值更新收购后的或有对价。这些公允价值是通过利润进行重新计量，而不是依据商誉来进行重估调整。由此，按市价计量的会计准则会使它们受到潜在影响，导致交易后收益波动的可能性加大。如果盈利兑现能力被低估，收购方就计减了收益，从而减少了利润。与此相反，如果被高估，收购方就计增了收益，从而增加了利润。

• 廉价收购。如果所购净资产的公允价值超过购买对价的总和，超过部分将作为利得反映在利润表中。这种取消负商誉的做法，较过去是一个显著变化（过去，所购净资产公允价值超出部分被作为负商誉计入财报，非流动资产公允价值成比例地减少）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

• 部分收购。当部分收购获得股份控制权时，所有资产和负债的公允价值都计入合并的资产负债表。

• 权益证券。作为对价支付的权益证券的公允价值按照交易截止日计量，而不是按协议日期计量。

• 或有资产和负债。按交易截止日的公允价值，确认目标公司并购前的或有资产或或有负债（例如：一个未决的诉讼或尚未解决的环境危害事件）。

会计准则汇编805（财务会计准则公告141（R））和国际财务报告准则相应条款，都在企业并购的时间、成本和结构方面做出了规定。会计准则汇编805（财务会计准则公告141（R））增加了许多必须以公允价值计量的资产（和负债）种类和名称。此外，在尽职调查过程中以及交易完成后，购买方需要考虑将相关审计和估值人员纳入并购小组。

最后，为说明在会计准则汇编805（财务会计准则公告141（R））中最基本的购买价格分摊方式，让我们假设一个有关卡文迪什海鲜食品分销公司以2500万美元并购贝诺食品公司的案例。贝诺食品有1100万美元营运资金和400万美元固定资产，剩余1000万美元分配给可确认的无形资产和商誉。卡文迪什聘请评估专家确定所购无形资产的公允价值。评估专家和管理层审阅了几个可能的无形资产（都包含在上述

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

五种无形资产内），如贝诺食品拥有的商标、客户关系和非竞争协议。在完成估值后，评估专家确定了商标的公允价值为200万美元，客户关系的公允价值350万美元，非竞争协议的公允价值50万美元。剩余的400万美元被计入商誉（需要按照财务会计准则公告142，做周期性减值测试）。

[1] 在它们各自的最新修订稿中，财务会计准则公告141和国际财务报告准则3，在趋同性方面取得了重大进展，细微差异体现以下几个方面：公允价值的定义、控制权的定义（在企业并购中为识别买家目的的定义）、非营利性组织的处理、非控制性权益的计量、并购前的或有事项，或有对价事宜，以及其他事宜。这些都超出了本书所要论述的范畴。

[2] 美国财务会计准则委员会的财务会计准则公告141（修订于2007年）：企业并购（2007年12月），¶3e.

[3] Financial Accounting Standards Board,Statement of Financial Accounting Standards No.141 (revised 2007),Business Combinations(December 2007),¶1.

[4] 同上¶2.

[5] 财务会计准则公告164，——非盈利实体：合并与收购，确定非营利实体并购的原则和要求。

[6] 财务准则汇编805（财务会计准则公告141）。¶51.

[7] 同上，¶31

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

[8] 以上10类无形资产的估值方法和方式将分别在第17章阐述。

[9] 会计准则汇编805（财务会计准则公告第141（R）），¶7。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

会计准则汇编350：商誉和其他无形资产（财务会计准则公告142）

根据会计准则汇编805（财务会计准则公告141（R））规定，对收购价格进行分配的要求会产生的估值问题不仅会出现在并购之时，而且也会出现在并购之后。如果质疑报表上任何资产的公允价值会在交易结束后跌破其账面价值，那么按照会计准则汇编350-20（财务会计准则公告142）和会计准则汇编350-30（财务会计准则公告144）的要求，需要对它们进行减值测试。用上述案例来解读，如果贝诺食品公司成为卡文迪什海鲜食品分销商旗下单独的报告单位，而且已经确定并购后的那年，它的公允价值已经下降，那么400万美元的商誉可能受到负面影响，会被部分或全部减计。尽管这种影响会出现在交易结束之后，但如果交易执行情况异于预期，就必须考虑未来潜在的减损问题。

根据会计准则汇编350-20（财务会计准则公告142），所购商誉和特定无形资产不在消耗性资产之列；它们表现于资产负债表（即非摊销类），假定为无限期使用年限，每年进行减值测试。对于使用年限有限的无形资产，将在使用年限内持续地进行摊销。因此，在贝诺食品案例中，该公司的商标可分摊20年，[1]客户关系可以分摊8年，非竞

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

争协议分摊4年。若资产的入账价值超过其可收回金额（也就是其公允价值）时，则被视为处在“减值”状态。

减值测试要求进行初始和周期性（通常为按年）的公允价值评估。公允价值通常源自独立第三方的评估或导自内部开发的模型。如果商誉在某一年没有出现减值，公司就不会在该期计提商誉减值。如果发生商誉减值（例如，公允价值小于其账面价值），都要反应在财务报表上。[2]

按照会计制度汇编820（财务会计准则公告157），公允价值是以市场为基准，而不以特定实体为转移。因此，即使一项资产对收购公司没有价值，但如果对市场竞争者有价值，那么，它仍然必须计入收购方的资产负债表。这项资产可能随后会被减计掉。

按照美国《通用会计准则》，基于会计制度汇编350-20（财务会计准则公告142），商誉减值测试包括两个可能的步骤：[3]步骤1，评估可能的减值金额；步骤2，重新分配有形资产、无形资产和商誉（后者作为剩余值）的比重，以便计算减值金额。步骤1要求对报告科目进行估值，以确定是否发生减值，以及是否需要进一步的减值测试。只有在步骤一的测试中表明可能发生了减值，而且需要进一步的详细估值时，步骤2的测试才有必要。步骤2既包括报告科目的全部估值过程，也包括截至减值测试日购买价格分摊的调整情况。在某些情形下，步骤2不一定会造成商誉的全额减记。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

还是用贝诺食品的并购交易案举例。假设收购后的1年，卡文迪什质疑贝诺食品（假设该公司只有1份财务报表）的公允价值可能已经降低，并按照会计准则汇编350-20（财务会计准则公告142）的规定，进行了步骤一的减值测试。公司雇用了一位评估专家，但后者确定贝诺食品的公允价值在交易1年后实际上已经增加到了3200万美元。因为公允价值高于3000万美元的账面价值，它通过了步骤1，而且不需要再进行步骤2。400万美元商誉依旧体现在公司财务报告中。然而，在第2年，贝诺食品业务大幅下滑。它丢掉了一些优质客户，而且管理团队有两个重要成员出走，对公司产生了负面影响。随之而来的经济衰退更是雪上加霜，因此卡文迪什又引入了评估专家。

评估专家确定贝诺食品的公允价值降到了2000万美元，比账面价值少1000万美元。报告单位因此没有通过步骤1的测试，必须进入步骤2。步骤2是一个更加复杂的过程，因为除了重新估值营运资金、固定资产和可确认无形资产外，它还对贝诺报告单位进行了一个完整的评估。像表16-1展示的那样，隐含的商誉公允价值跌至200万美元，导致了200万美元的减计损失。

表16-1　财务会计准则公告142步骤一和步骤二减值测试　（单位：千美元）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

	第 1 年	第 2 年
步骤 1：		
贝诺食品公允价值	32 000	20 000
贝诺食品账面价值	（30 000）	（30 000）
	2 000	（10 000）
步骤 1 的结果确认	通过	没过
步骤 2：		
贝诺食品公允价值		20 000
减去：贝诺食品营运资金公允价值		（10 000）
减去：贝诺食品固定资产公允价值		（4 000）
减去：贝诺食品无形资产公允价值		（4 000）
隐含的商誉公允价值		2 000
减去：贝诺食品商誉账面价值		（4 000）
商誉减值损失		（2 000）

[1] 这里所拟的假定使用年限只是为了便于案例的阐述。一项资产的适用年限的确定要看实际的具体情况。例如，商标可能有5年、10年、20年或其他有限使用年限；或者可能被认为具有无限年限。

[2] 根据《通用会计准则》的会计准则汇编350-20（财务会计准则汇编142），减记金额直接减少资产金额。根据《国际财务报告准则》，减记损失要计入与这项资产对应的账户。

[3] 注意，依据《国际财务报告准则》，这是一个单步骤方式。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

把会计准则汇编805（财务会计准则公告141（R））融入尽职调查过程

鉴于公允价值会计准则被日益广泛地使用，它对收购方（在并购交易之后）的影响方式会惠及尽职调查流程。这会有助于我们对下述事项的理解：利润潜在增加或稀释的可能性、资产负债表的构成，以及剩余性商誉评估值。作为尽职调查的组成部分，收购者需要考虑以下与编制财务报告有关的问题。

• 要想采集信息，揭示相关交易是否符合会计准则汇编820（财务会计准则报告141（R）和157），我们有合适的采集程序吗？

• 在企业合并的过程中，是否需要雇佣评估专家来帮助识别和评估所购资产？如果是的话，

  • 是否有适当的程序，评估这些评估专家的下述资质：企业估值证书、完成以财务报告为目的的估值的相关能力？

  • 是否及时确认了他们的这些资质？

  • 是否已经与他们讨论了预期要用的时间、评估范围和报表格式？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

• 是否准备好了1年期以上的长期预测？什么是最终的内部回报率、如何与市场参与者的（现金流类）预期回报率保持一致？

• 已经审核过资产和负债的主要类别吗？

• 在营运资金方面，什么会影响应收账款和存货的公允价值？

• 就固定资产而言，对于账面价值近似公允价值的假设，我们接受吗？或是需要雇用1位固定资产评估师？

• 就负债而言，对负债的计量是否考虑了借款人的信用？是否有必要雇佣保险精算师审核目标公司的养老金计划？如何评估递延所得税资产和递延所得税负债？

• 需要对目标公司无形资产的初步估值做到什么程度，才能理解它们对收购方财报的影响程度？

• 目标公司可确认的无形资产是什么？如何根据购买价格评估它们各自公允价值的合理性？

• 企业有包含知识产权内容的商务计划吗？

• 企业有没有支付或收取任何与知识产权相关的使用费？

• 企业是否在过去购买或者出售过任何无形资产或知识产权？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

• 是否存在着对收购方没有实际价值的无形资产，是否根据市场参与者的观念及公允价值的含义，对这些无形资产进行了估值？这样做会产生什么影响？

• 有关成套人力资源方面，公司能否提供员工名单，包括职位、入职时间、薪酬和福利？若重新雇人的话，会有什么影响？不同层级的新进员工需要多久才能完全达到岗位要求？

• 公司能否提供5年（或更多）的客户清单，包含每年从每个顾客获取多少收入？

• 公司能否评估出某一重要员工未签非竞争协议而离开公司的可能性，能否评估出这种情况对收入和利润的影响——无论离职人员是否从事竞争行业？

• 公司商标影响收入的百分比是多少？现行技术的影响是多少？专利的影响是多少？

• 有多少正在进行的研发项目？

• 是否将在研项目进行资本化和进行周期性减值测试，直至完成？如果是，假如项目失败，将如何影响目标公司的财务？假如项目成功，结果将如何分期影响目标公司的财务？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

• 可确认无形资产的使用年限，如何在将来的摊销期间影响财务报表？

• 是否有大量商誉？按财务会计准则公告142，将来如此量级的商誉会有很高的减值损失风险吗？

• 另一方面，是否存在着负商誉的可能，并因此在利润表里计入了一笔利得？

• 审计公司如何处理有关会计准则汇编805（财务会计准则公告141（R））合规分析的复核？公司是否要有一个内部估值专家团队复核这项工作，是否需要雇佣外部估值专家，或由审计组成员自己做这项复核？在审计开始之前，完成这项工作需要多长时间？

• 就或有负债而言，未决诉讼或环境义务的影响有哪些？

• 实现盈利兑现条款的可能性有多大？

• 由于需要在随后年份依所实现的利润进行重新计算，那么盈利兑现条款对未来预期收益的影响是什么？

• 因为不能资本化而只能进入当期损益，那么交易成本如何在本年度影响公司的收益？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

• 并购能否增加收购方的收益？如果不能，收购方要多久才能恢复到当前的收益水平？

• 是否有计划将收购公司与目标公司的财务报告合并？

• 收购后，基于这些准则的信息披露要求，你熟悉吗？

• 是否考虑过这样一个事实，即并购重组活动不再以收购记账法累计利润，反而会稀释交易后的利润？

• 是否真正理解了并购交易的税务影响？

对于规模较大的公司（报表都是审计过的），上述的某些问题会显得更加重要。但是，若收购公司需要根据《通用会计准则》或国际会计准则委员会的规定编制财报，那么，这里就有一个重要的关注点，即它的财务和会计团队需要认真考虑上述的每一个问题。

如果不对产生于企业并购的公允价值内含进行评估的话，那么按上述相关准则编制财报的结果，可能会使收购方惊愕不已。本章概述了财务报告编制时，需要考虑的一些核心准则。下一章将介绍估值无形资产（作为收购价格分配部分的内容）常用的技术。推荐各位读者查阅本章参考书一节列示的相关书籍，以便获取更多的相关信息。

参考文献

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

上述这些准则均可从www.fasb.org和www.iasb.org网站获取。就公允价值的会计处理和无形资产估值而言，下列书籍提供了更多的相关信息。

AICPA.“The Fair Value Measurement Valuation Toolkit for Financial Accounting Standards Board Statements of Financial Accounting Standards No.141,Business Combinations,and No.142,Goodwill and Other Intangible Assets—A Toolkit for Valuation Analysts.”New York:American Institute of Certified Public Accountants,Inc.,2002.

AICPA Practice Aid Series—IPR&D Task Force.“Assets Acquired in a Business Combination to Be Used in Research and Development:A Focus on Software,Electronic Devices,and Pharmaceutical Industries.”New York:American Institute of Certified Public Accountants,Inc.,2001.

Boer,F.Peter.The Valuation of Technology:Business and Financial Issues in R&D.Hoboken,NJ:John Wiley&Sons,1999.

King,Alfred M.Executive’s Guide to Fair Value:Profiting from the New Valuation Rules.Hoboken,NJ:John Wiley&Sons,2008.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

Mard, Michael J., James R. Hitchner, and Steven D. Hyden. Valuation for Financial Reporting: Intangible Assets, Goodwill, and Impairment Analysis, SFAS 141and 142. Hoboken, NJ: John Wiley&Sons, 2007.

Mard, Michael J., Steven D. Hyden, and Edward W. Trott. Business Combinations with SFAS 141R, 157, and 160: A Guide to Financial Reporting. Hoboken, NJ: John Wiley&Sons, 2009.

Pellegrino, Michael. BVR’s Guide to Intellectual Property Valuation. Portland, OR: Business Valuation Resources, 2009.

Razgaitis, Richard. Early-Stage Technologies Valuation and Pricing. New York: John Wiley&Sons, 1999.

Reilly, Robert F., and Robert P. Schweihs. Valuing Intangible Assets. New York: McGraw-Hill, 1999.

Smith, Gordon V. Trademark Valuation. New York: John Wiley&Sons, 1997.

Smith, Gordon V., and Russell L. Parr. Intellectual Property: Valuation, Exploitation, and Infringement Damages. Hoboken, NJ: John Wiley&Sons, 2005.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

Smith,Gordon V.,and Russell L.Parr.Valuation of Intellectual Property and Intangible Assets,3rd ed.New York:John Wiley&Sons,2000.

Zyla,Mark,L.Fair Value Measurements:Practical Guidance and Implementation.Hoboken,NJ:John Wiley&Sons,2009.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第17章　无形资产估值

尽管美国经济已从生产型转为知识型（美国上市公司市值中无形资产占比近80%[1]），但公司的财务报告还是刚刚开始触及这个趋势性的变化。正如第16章所述，会计准则汇编第805（财务会计准则第141（R））和国际财务报告准则3，都要求将企业并购交易的收购价格，分摊至所有被购的有形和无形资产，使被购公司无形资产的公允价值都体现在收购方的资产负债表中。不过，公司内部开发形成的无形资产尚无法计入资产负债表。

本章的目的是让读者对无形资产估值有一个基础性的了解（对无形资产估值技术的深入解读，请参见第16章的参考文献）。了解本章介绍的无形资产估值方法，会为读者提供“有形”的帮助，即有助于读者做出满足合规要求的并购财务报告（正如第16章所讨论的）。另外，它还可以为读者提供“无形”的帮助：开始关注公司无形资产的价值，关注这些资产是如何在公司价值创造、培育和最大化的过程中起作用的（如第2章所述）。你越能辨识和理解公司的无形资产，你就越贴近公司的真正价值。

[1] 这个数据源自内德戴维斯调查公司2006年所做的独立研究报告（海洋托莫集团委托）。这代表了一个转型的完成——这个转型始于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

20世纪70年代末，当时只有近20%的公司价值（基于标准普尔500）源于无形资产。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

无形资产估值方法

如同企业估值，确定无形资产公允价值的方法不止一种。然而，就这类资产估值的程序而言，围绕普遍公认且内含所有估值原则的三种估值方法（收益法、成本法和市场法），的确存在着一种普遍公认的理论基础。实际上，这三种普遍公认的估值方法意在分别反映标的资产的三大特征：经济性（收益）、有效性（成本）及比较性（市场）。

收益法

收益法建立于预期的经济原理（即预期将会获取的经济收益）。这种方法通过某项无形资产在剩余使用寿命期间货币收益的预期流量，衡量该项无形资产的价值。一般来说，应确定无形资产在剩余经济寿命期间所产生的收益流的现值。这需要对财务信息，以及对财务、营销和运营人才相关的因素进行分析，以预测归于这项资产的未来收益流。收益法包括3个基本部分：预测经营收益、预测预期经营收益的持续期、选择适当的风险贴现率和资本化率。

在这些成分既定的情况下，可以将经济收益（例如现金流、净收益或权利金节省额）通过贴现率转化成等价现值。这类资产的公允价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

值是贴现后的未来收益的总和。这种方法假设源自特定无形资产的收益，在很大程度上决定着这项资产的价值。当所估无形资产是能够产生收益的资产或有可能转化为产生收益的资产时，这种方法最为适用。如果在评估经济收益和资本费用（如果有），以及在确定合适的贴现率或资本化率方面，缺乏充分的数据支持，那么这种方法的适用性就会弱一些。

在收益法的大类中，有关无形资产估值的最常见方法是多期贴现法（MPDM）、多期超额盈余法、权利金节省法和差值法。多期贴现法已在第8章做过论述，其他方法将在本章予以介绍。这里有一个重要的关注点：这些方法并非收益法旗下估值无形资产的所有方法。根据作者的经验，上述方法是用于编制财务报告的最常用的方法。其他方法包括利润分割法、收益资本化法和直接资本化法。

收益法通常最适用于以下无形资产的估值：合同、客户关系、现有技术、在研项目、许可和权利金协议、非竞争协议、订单储备、专利、特定软件和商标。

成本法

成本法的基础是有关替代性和均衡价格的经济学原理，强调相关资产的效用。一个谨慎投资者为一项资产而支付的价格，不会高于它的重置成本。再生产成本的着眼点是无形资产精确原型的构建（或购

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

置）成本。重置成本关注的成本是重构与目标无形资产效用相同资产再投入的成本，但其形式或外表与被估的目标无形资产的原型相比，可能并不完全一样。当资产的成分相对较新，而且，能够合理体现目标资产的最佳使用状态时，成本法的结果就是最有效的价值形态。这一方法经常用于评估特殊目的资产的价值——它们在市场中销售或出租的可能性很小。

在对大多数其他无形资产估值时，成本法就不具有收益法和市场法那样的综合性。这一方法无法直接反映决定价值的诸多重要因素，必须另加考虑。尤其是，成本法不能直接反映与相关资产关联的经济利益的量。这些利益的驱动要素是：产品或服务的需求，以及对其所含利润的追求。关于经济利益的高低走势、持续的时间，以及与获取预期经济收益相关的风险等信息，都无法全部在成本法模型中直接体现。[1]

在成本法这个大类中，广泛用于无形资产估值的方法是重置成本法——稍后将在本章介绍。

成本法最适合对以下无形资产进行估值：成套人力资源、公司实务和规程、分销网络和软件（内部应用）。

市场法

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

市场法的基础是有关竞争和均衡的经济原理。这是最能体现市场报价的方法，它反映的是会计准则汇编820（财务会计准则公告157）辖下，价值层级最大的那部分股票的价格。市场法内含的基本假设是：可比资产的其他买家不仅有自我意愿，而且了解所有相关事实信息，并圆满地完成了一项公平交易，因而体现了购买时那项资产的公允价值。

市场法求取价值形态的方式是：把被评估的无形资产与近期公平交易所购可比（或类比）资产进行比较。然后，根据被评估无形资产与可比资产之间的重大差异，调整相关的市场数据。市场法最大的优点在于：若有真实可比的交易数据，那么用起来非常简便。特别是在被购资产广泛面向第三方出售的情形，就是市场法最为适用的情境。如果所选的可比交易与（评估基准日或接近评估基准日的）目标资产之间并无可比性，那么市场法的适用性就会丧失。

为了合理地应用市场法，分析师需要识别类似资产的公平交易、定价信息的披露，以及相关的合理知识（应是交易方都知晓）。一般来说，虽然无形资产不乏买家，且有时能独立于公司单独销售，但往往缺乏可比的交易数据。之所以这样，是因为经年形成的这些资产和财产都是为了满足特定企业的需求。因此，无形资产估值应采用收入法和成本法，而市场法很少用于无形资产估值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

然而，在使用收益法下的权利金节省法评估无形资产（例如商标、专利和某些种类的技术）价值时，为了确定合适的权利金率，需要考虑基于市场的相关数据。另外，市场法适用于对酒类经营执照或特许经营权等无形资产的估值。

[1] Gordon V.Smith and Russell L.Parr,Valuation of Intellectual Property and Intangible Assets,3rd ed.(Hoboken,NJ:John Wiley&Sons,2000),p.213.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

无形资产估值的关键成分

在阐述估值无形资产的这三大方法中最常见的方法之前，要清楚很重要的一点：在确定属于被估特定无形资产现金流时收益法的6个关键成分。这些成分包括剩余使用寿命、特定无形资产的相关收入、特定无形资产的相关费用、贡献性资产的计提回报、适用的贴现率和税收摊销收益。这些成分是稍后介绍的多期超额盈余法的应用基础。

剩余使用寿命

使用收益法评估无形资产价值，首先的步骤之一是确定这类资产的剩余使用寿命。这不同于传统的企业估值（传统的方法假定：在持续经营的情况下，企业寿命是无限期的）。确定剩余使用寿命不仅是估值无形资产最难的一面，而且，这个成分也是无形资产价值最重要的驱动要素之一。剩余使用寿命越长，其价值越高。无形资产的使用寿命具有离散性（即存在于一定期间内），但对于某些特定资产而言，它们的使用寿命则是不确定的（即或是很长的时期，或是无法明确辨析，但未必就是无限期）。

在估值无形资产时，剩余使用寿命的确认基础是一种预期时间，即相关资产将为公司未来现金流做出贡献的持续时间，而且，这个时间段可能符合也可能不符合《公认会计准则》规定的无形资产摊销期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

限。确定这种使用寿命需考虑的因素[1]包括：公司相关项资产的预期用途、可比资产的预期使用寿命，以及限制或延长这项资产使用寿命的任何法律或合同条款。同时，还要考虑过时性、需求、竞争和其他经济因素的影响（比如行业的稳定性、已知的技术进步、导致监管环境复杂多变的立法活动，以及分销渠道的预期变化）。

例如，客户关系估值通常需要评估预期剩余使用寿命期的现金流。在确定这种创收资产的未来收入及其价值如何递减时，客户的长期生存模式（比如资产寿命曲线）相当重要。就客户相关的无形资产而言，客户流失分析通常是评估剩余经济寿命的方式。而与客户续约相关的保留率和流失率，则是用来评估这项资产的周转率及其寿命曲线的。为了评估与公司客户关系相关的保留率，应检查一定期间内（5年）客户关系构成变化，以评估客户流失率。

美国专利的法定期限是20年。除某些特殊情况外，专利有效期的起始日为发明人向美国专利商标局递交申请之日。就估值的目的而言，这并不一定意味着专利的剩余使用期限，就等同于剩余的法定期限。例如，药品类专利的平均有效期限是11.5年。[2]一般来说，在专利和其他技术性无形资产的问题上，寿命周期分析（剩余寿命的基础是未来预期的财务生存能力）通常是评估剩余经济寿命的方式——相对应的是客户流失分析。另一个需要考虑的关键因素是：企业有多长

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的时间可以使用与专利相关的技术。通常而言，这一时间要短于专利的法定期限。

在持续经营的前提下估值企业，潜在假设是企业将无限期经营下去。然而，对于大多数无形资产而言寿命都是有限的。因此，确定无形资产的使用寿命是确定其价值的重要内容。

尽管商标没有明确的法定期限，但通常假定与企业一样具有无限寿命。不过，在确定商标使用期是无限、长期或者短期时，必须考虑市场偏好变化以及商标资产的长期可持续性。

在确定剩余使用寿命时，还有其他要考虑的两个因素：公司管理层对资产未来用途的预期；某些法律规定或合同条款——要么可以限定使用寿命，要么能续约或延长法定的或合约的期限。同时，还需要考虑包括需求、竞争、过时性、技术进步、分销渠道和监管等在内的诸多经济因素。总的说来，依据会计准则汇编第820（财务会计准则公告157）的规定，应特别考虑市场参与者的预期（也就是说，这种考虑必须基于市场情况，而非特定公司的情形）。

根据会计分期摊销准则，无形资产通常在使用期限内，根据直线法进行摊销，但最终的摊销方式取决于无形资产实现经济利益的方式。如果无形资产使用寿命被认定为无限型，则不能进行摊销，但必须定期进行减值测试。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

收入

一旦确定了剩余使用寿命，为了评估与所估无形资产相关的未来现金流，下一步就需要确定预期的公司收入中，哪些部分归属于这一无形资产。我们这里用客户关系的估值来举例说明。如果公司全部客户为1000名，其中前20名客户在评估基准日前12个月的收入，占公司总收入的80%，那么，客户关系估值会首先对这前20名客户的收入进行分析。在随后的每一年，把剩余使用寿命（消耗）分析（比如说五年）的结果应用到这些收入里，显示了一个持续递减的情形。

由于现有客户关系相关的收入会停止，所以我们应该注意到：现有客户的现金流分析反映的是一个有限期间的预测情况。尽管这一案例中使用的寿命期被定为5年，但预测期可以向后延续若干年。这样做的目的是为了说明一个相关的现实情况：客户关系价值的下降趋势不是直线型，而是趋于平滑的指数型。还有一个富有代表性的情况：现金流分析可用于反映一个残值因子、捕捉一个有限预测期外，归属公司的价值。但是，由于客户关系的使用寿命有限，所以只需一个合适年限的收入预测即可。

费用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一旦确定了被估无形资产相关的未来预期收入，我们就要进行现金流预测的下一步。对于客户关系而言，所有费用的确认基础都是与公司客户相关的预测费用，既包括直接的经营费用，也有行政管理费用。因为这些费用涵盖了与新客户相关的销售和营销费用，而且现有客户关系的估值范围不包括评估基准日之后所产生的新客户，所以必须调整整体经营费用，以确保其中不包括与新客户相关的销售和营销费用。这种调整的结果会提高整个公司的利润率。

在分配购买价格时，如果要对特定无形资产（比如商标）进行估值，那么，有必要评估商标对客户关系的利润贡献情况。为此，就必须包括权利金费用（基于商标估值中所用的权利金率）。在表17-1中，我们对这些概念进行了解读。

贡献性资产的计提收入

然后，预测净收益减去贡献性资产的回报（这些贡献性资产的使用使得公司的运营成为可能），以便确定属于客户关系的现金流。这些贡献性资产包括营运资金、固定资产、合同、成套人力资源等。这体现了一种资本费用或经济租金的调整，而且，“是意在确保：在企业层面分析经济收益时，用于或耗尽于创造目标无形资产相关收益的所有资产投资都有一个合理的回报”。[3]不同种类的资产，其回报率的计算方式各不相同。营运资金回报率水平的确定是基于管理层的预

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

期，只要管理层与市场参与者的预期保持一致就行。固定资产相关水平的确定是基于公司固定资产需求相对于其总收入的水平。相比之下，合同和成套人力资源的水平分别建立于各自的公允价值，相对于每一既定年份公司总收入的水平。贡献性资产的回报率表述为相关收入流的百分比。

表17-1　多期超额盈余法：客户关系估值　（单位：美元）

	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年	第 6 年	第 7 年
现有和未来全部客户	50 000 000	55 000 000	59 400 000	63 600 000	68 000 000	70 700 000	73 500 000
起始的客户关系收入	50 000 000	46 428 571	41 387 755	36 894 227	32 888 568	29 317 810	26 134 733
年增长率因子 4%							
无增长客户关系收入	50 000 000	48 285 714	43 043 265	38 369 997	34 204 111	30 490 522	27 180 122
年度流失率（假设剩余使用寿命为 7 年）	7.14%	14.29%	14.29%	14.29%	14.29%	14.29%	14.29%
保留率	96.43%	92.86%	79.59%	68.22%	58.48%	50.12%	42.96%
当期客户关系收入	46 428 571	41 387 755	36 894 227	32 888 568	29 317 810	26 134 733	23 297 248
营业利润率	11.0%	11.8%	12.5%	13.5%	13.7%	13.7%	13.7%
加：新客户销售及营销费用	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
调整后营业利润率	12.0%	12.8%	13.5%	14.5%	14.7%	14.7%	14.7%
营业利润	5 571 429	5 305 158	4 965 193	4 776 082	4 302 820	3 835 656	3 419 214
减：商标回报 @15%	696 429	620 816	553 413	493 329	439 767	392 021	349 459
税前利润	4 875 000	4 684 341	4 411 779	4 282 754	3 863 053	3 443 635	3 069 755
减：所得税拨备 @35%	1 706 250	1 639 519	1 544 123	1 498 964	1 352 068	1 205 272	1 074 414
净利润	3 168 750	3 044 822	2 867 657	2 783 790	2 510 984	2 238 363	1 995 341
减：营运资金回报	188 036	167 620	149 422	133 199	158 737	105 846	94 354
减：固定资产回报	136 036	121 266	108 100	96 364	85 901	76 575	68 261
减：非竞争协议回报	614 714	547 974	488 480	435 445	388 168		
减：成套人力资源回报	860 321	766 915	683 650	609 425	543 259	484 277	431 698
贡献性资产总回报	1 799 107	1 603 776	1 429 651	1 274 432	1 136 065	666 697	594 313
归属客户关系的现金流	1 369 643	1 441 046	1 438 005	1 509 358	1 374 91.9	1 571 666	1 401 028
现金流现值 @14% 贴现率：	1 282 788	1 183 915	1 036 331	954 169	762 439	764 511	597 813
分摊收益前现金流现值（1～7 年）	6 581 966						
分摊收益前现金流现值（7 年后）	1 844 203						
现金流现值合计（分摊收益前）	8 426 169						
加：税收摊销收益	1 522 329						
客户关系的拟算公允价值	10 000 000						

一般而言，每一贡献性资产回报的确定都是依据当期资金成本、资产类别以及各自作为负债筹资抵押品的接受程度。某种特定回报率的计算部分是基于负债融资和权益融资的常用比例。要反映估值计算

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

中贡献性资产的回报，需要针对实现相关收入所需资产的公允回报打一个折扣。它可以被视为使用这些资产所应付的权利金的代理指标。

贡献性资产的回报一旦被确定，应将其从预期的税前收益或者净收益中减去，从而减去营运资金、有形资产和无形资产的公允回报（即用于创造被估无形资产收益的那些资产的回报），并最终确定归属于目标无形资产的现金流。

适用的贴现率

在收益法中，既然各具体方法都涉及评估目标无形资产未来的预期净现金流，那么就必须贴现这些未来收益流，算出它们的现值。这一贴现系数应反映无形资产投资的经营风险和财务风险，还要反映其与公司整体加权平均资本成本（WACC）之间的关联性。正如第9章和第10章所述，必要回报率的确定应基于风险评估。风险越高，要求的回报率就越高，相关的价值就越小。因而，投资者预期股票的回报率要高于国债或者银行存款。对于资产而言，根据资产负债表中营运资金到无形资产这一从上而下的顺序，相应的贴现率逐渐增加。在对某一无形资产估值时，影响风险的因素包括：公司对该项资产的所有权特征、该项无形资产的创收潜力、该项资产的流动性、该项资产的持有期限等。对于国际交易而言，在确定适用的贴现率时，还必须考虑特定国家的政治和经济风险，以及向国外转移收益的能力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

因为与公司客户关系相关的经济收益直接受到公司整体运营结构（包括盈利能力）的影响，所以，与此类资产投资相关的风险通常取决于整体风险（以加权平均资本成本（WACC）衡量）。商标也同样如此。不过，有些无形资产（尤其是对于客户关系）会有下述情况：它们的相关风险要高于公司整体风险，比如说，它们的风险直接系于公司无形资产的隐含贴现率（等同于加权平均资产回报率（WARA）计算中确定的贴现率）。[4]

适用于许多无形资产的贴现率，有可能高于公司的加权平均资本成本，也有可能低于公司的加权平均资本成本。例如，对于订单储备而言，其适用的贴现率要比加权平均资本成本低得多，因为从已签订合同的那些客户要钱的风险，要低于公司整体风险。在无形资产行列的另一边，现有技术和在研项目所适用的贴现率，要远远高于加权平均资本成本。与公司技术投资相关的风险要高于公司本身的风险，这是由于竞争力可能急剧变化的不确定性所致。专利技术被视为公司最有价值的资产，同时，也常常被看作风险最大的资产。这是因为技术可能无意中被泄露或者被他人独立研发成功，导致技术失去排他性。在研项目的相关风险是最高的，因为研发项目可能无法完成，抑或可能无法被市场认可，相应的预期收入和利润就无法实现。

公司资产具有不同的风险和回报特性。贴现率应该反映与归属被估无形资产的收益相关的风险。尽管适用于公司商标或客户关系的贴

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

现率，通常与公司的加权平均资本成本联动，但在研项目的贴现率往往很高，而订单储备的贴现率通常较低。

税收分摊收益

美国税收法典（IRC）第197章（a）规定了15年的无形资产的税金摊销期。[5]由于无形资产通常在税后基础上进行估值，因此，在无形资产的税收可依法摊销的国家，若要做这些无形资产的现金流预测时，一定要反映这种减税效应所创造的新增价值。换言之，在这些国家估值无形资产时，就应该把这种分摊收益包括进来。正因如此，在这种税盾收益既定的情况下，这种摊销收益应加回到现金流中。

乍一看，大家可能认为这仅仅适用于资产收购的案例，因为在股票收购中，无形资产通常无法出于税收目的而进行摊销。不过，为了财务报告编制的目的，在股票交易内含的无形资产估值里，包括了这种税收摊销收益（其假设是每个单项资产都能单独销售）。就本质而言，不管交易结构如何，这种资产的价值是不变的。股票收购会产生递延所得税负债，后者可冲抵这种缺失的税收收益。

税收摊销收益的计算公式是：

$PV_{CF}\times(n/(n-((PV(k, n, -1)\times(1-k)^{0.5})\times t))-1)$

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

这里，PV_{CF}是现金流现值；N是摊销年限；K是贴现率；PV（k，n，-1）×（1-k）$^{0.5}$是在既定贴现率之下，1美元年金在摊销期的现值，这里的0.5是为了反映所用的半年转换期（在第8章有详尽解读）；t是税率。

在估值无形资产时，尤其是在应用广为使用的方法（多期超额盈余法）时，所有这六个因素都起着关键的作用。

[1] ASC 350-20(SFAS 142),¶11 and IAS 38 ¶90.

[2] Pharmaceutical Research and Manufacturers of America,Pharmaceutical Industry Profile 2009 (March 2009):39;www.phrma.org.

[3] Robert F.Reilly and Robert P.Schweihs,Valuing Intangible Assets(New York:McGraw-Hill,1999),p.177.

[4] 加权平均资产回报率（WARA）反映资产负债表中资产（表左）的回报情况，而加权平均资本成本（WACC）则反映了资产负债表中资金（表右）的回报情况。

[5] 虽然这通常是针对无形资产的规定，但也有例外。例如，美国税收法典（IRC）第167章规定软件的税收摊销期为3年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

无形资产估值的具体方法

在估值无形资产的三大方法中，内含几种具体方法。最常用的方法有：多期超额盈余法、权利金节省法、差值法和重置成本法——它们频现于企业并购价格分配的研究报告。

多期超额盈余法

多期超额盈余法（MPEEM）是一种基于收益法的方法，因为它评估无形资产价值的基础是相关资产未来的经济预期收益。它非常类似于企业估值里的贴现现金流分析法（或多期贴现法）。就像贴现现金流法（DCF），多期超额盈余法是建立于这样一个基础前提：通过预测一项资产未来的财务业绩，并确认它所创造的超额现金流，最终确定这项资产的价值。在评估这种未来现金流时，要求我们分析被估资产相关的风险，而且这种风险应该反映在未来现金流现值的计算中。就本质而言，多期超额盈余法旨在衡量一种价格，即为相关无形资产未来创造现金的潜在可能性，买家乐意在当前支付的价格。不过，和贴现现金流法相比，它还是有许多不同之处：它涵盖的是一个有限（相对于无限）期，通常仅仅包括部分公司收入和相关支出，还要就有关资产费用做调整，并且在某些情形下，需要涉及这类资产的税收摊销收益问题。就内含而言，多期超额盈余法是通过甄别和减去归于其他资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

产的现金流，得到属于特定无形资产的现金流。这种方法多半用来估值企业中创造收益的主要无形资产（如客户关系或现有技术）。

多期超额盈余法确定的无形资产价值相当于：企业预期无债净现金流现值总额，超出贡献资产在其寿命周期所得收益的部分。如表17-1所示，对于客户关系而言公允价值可以通过8个步骤来确立。

步骤1：评估第一个预测年的预期客户收入（用基年收入乘以收入的增长率或收缩率）。

步骤2：评估一个有限预测期的客户预期收入（把这个预测期的客户预期收入乘以生存曲线衰减率——通过损耗分析确定）。

步骤3：确定这个有限预测期的税后预测利润（通过评估已售商品成本和创造客户关系相关收入所需经营资产的成本（比如，剔除与新客户相关的支出））。

步骤4：确定来自目标客户的净现金流（步骤三减去贡献性资产的计提回报——基于有形资产和无形资产的公平回报）。

步骤5：评估公司调整过风险的资本成本。

步骤6：评估适用所有无形资产和被估特定资产的贴现率，确保这个贴现率和加权平均资产回报率（WARA）及加权平均资本回报率（WACC）相谐。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

步骤7：利用这个适用的贴现率，贴现预测的净现金流。

步骤8：加上一个适当的税收摊销收益。

可以用下述简化的形式表述多期超额盈余法。

预期收入

减去：总支出（已售商品成本和经营支出）

等于：经营收益

减去：与权利金相关资产（比如商标）的回报

等于：税前收益

减去：税款

等于：税后收益

减去：贡献性资产的回报

乘上：现值因子

等于：现金流现值

加上：税收摊销收益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

等于：目标无形资产的拟算公允价值

权利金节省法（RFRM）是一种基于收益法的方法，它的假设是：一项无形资产之所以有价值，是因为它的所有者避免了支付特许使用这项资产的费用。按照权利金节省法，如果相关无形资产是从一家独立的第三方特许而来，那么所做的评估值应该是基于合理的权利金收益，而且通常会通过公平的商榷。权利金节省额的计算方法是：用一个权利金率（表现方式是收入（或净经营收益）的百分比），乘以已经确定的权利金基数（即一个合理水平的未来收入或净经营收益）。就确定无形资产的价值而言，这种方法是一种合理且被广泛接受的方法，常常用于估值商标、专利、现有技术和软件等。权利金节省法的逻辑假设是：一家公司为了获得一项成熟资产的使用权，乐意为此支付费用，否则，这家出售类似产品的公司就无法享用这种资产的使用权。

在确定合理的权利金率的过程中，需要分析一个样本量的有类比性和合理性的权利金或特许协议。所选特许协议代表的交易，应该反映具有类似风险回报的投资属性，使它们与标的无形资产具有可比性。与风险回报相关的投资属性包括：行业条件、进入障碍、为所有者或授权人创造一定水平经济收益的能力、无形资产的生命周期、可供拓展和发掘的潜质、消费者的认知程度、时效性、技术风险、使用的独特性以及无形资产适用的地理范围等。就商标而言，我们可以基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

于类比交易对标的商标风险回报的投资属性进行评估，并据此估算出这个商标的公允权利金率。然后，用这个权利金率乘以权利金基数，得到该公司这项资产的权利金节省额，再调整相关的法务或行政维持费用。

所确定的权利金是税后的，因为这项无形资产的所有者若没有这项资产，它就必须为它的使用付费，所以这些权利金费用是可以享受所得税扣减优惠的。

这种权利金节省法既可用于使用年限有限的资产，也可应用于使用年限无限的资产。当用于诸如商标这种使用年限无限的资产时，我们应该使用永续增长法（类似估值企业的贴现现金流经典模型），评估预测期之外的权利金残值。当使用永续增长法时，预测期结束后的永续价值等于预测期最后一年权利金节省额（调整过增幅的）除以资本化率。最后，再加上一个适当的税收摊销收益，就得到了这项资产的公允价值。

就像任何无形资产一样，相关的贴现因子（用于确定标的无形资产未来收益流现值）应该反映特定无形资产投资的业务风险和财务风险。因而，必要回报率的确定是要基于风险评估而计算的。就一项商标而言，它的贴现率应该与公司整体的贴现率基本一致；就现有技术而言，它的贴现率可在公司整体贴现率之上增加一个溢价。在表17-

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2，我们给出了一个应用权利金节省法的估值过程，例解了一个有效期为5年的商标估值案例。

表17-2　权利金节省法：商标的估值　（单位：美元）

	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年
权利金节省额的计算：					
商标所涉收入	50 000 000	55 000 000	59 400 000	63 600 000	68 000 000
乘：权利金率	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
权利金节省额	750 000	825 000	891 000	954 000	1 020 000

（续）

	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年
减：维持费用	50 000	50 000	50 000	50 000	50 000
剔除维持费的税前权利金	700 000	775 000	841 000	904 000	970 000
35% 的所得税拨备	245 000	271 250	294 350	316 400	339 500
权利金节省净额	455 000	503 750	546 650	587 600	630 500
年度权利金节省净额现值（贴现率为 14%）	440 337	441 886	420 629	396 613	373 307
权利金节省净额现值	2 072 772				
税收摊销收益	374 481				
商标的拟算公允价值	2 400 000				

差值法

差值法（DVM）是一种基于收益法的方法。它估值资产的方法是：把一个确定时期内含这项资产的企业现金流现值与企业同期没有这项资产的现金流现值进行比较。使用差值法估值的资产具有下述特征：很难给它直接分配一个收入值或收益流，但对收入和收益的产生发挥了作用。差值法有两种计算方式。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（1）“有或没有”的分析，也称作增减分析，即标的无形资产（通常是非竞争协议或特许协议）的价值是下述两项现值的概率加权差：一个确定时期内所有在用资产的现金流现值、一个确定时期内除标的无形资产外的所有在用资产的现金流现值。

（2）“绿地”分析，即使用现金流预测估值标的无形资产（通常是联邦通信委员会的广播许可证或无线特许经营权）的价值——假设企业拥有的唯一资产是标的无形资产，而其他所有无形资产要么是收购的，要么是内部研发，要么是租赁的。

在收购价格分摊中，常见且需要用差值法估值的无形资产是非竞争协议。在应用差值法估值非竞争协议时，用不同的假设来确定企业两组预测现金流：一个是有非竞争协议的现金流，另一组则是没有非竞争协议的现金流。价值评估值是基于这两个不同现金流模型确定的，目的是在比较的基础上，看看它们对企业现金流的影响。现金流预测涵盖了非竞争协议的整个有效期（实际上，既可以是整个有效期，也可以超过这个有效期，这取决于它对企业预期的经济影响是否还存在）。这两个价值的差额代表了非竞争协议的公允价值。在表17-3，我们给出了这种案例的解读。

为了便于描述，把该公司当期的业务运营（即有非竞争协议的情境）称作情境1，把该公司没有非竞争协议的业务运营称作情境2（即出现了这种竞争）。进一步假设：无竞争协议期是5年，但这种协议的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

经济影响预期会持续1年。在情境1里，所用的现金流与公司作为一个整体预测要实现的现金流一样。因而，整个企业贴现现金流分析相比于情境1现金流分析的仅有差异在于：情境1只是反映了公司在一个有限的6年期内的现金流。

表17-3　差值法：非竞争协议的估值　（单位：美元）

多元情境差值法	情境 1：有协议的现金流现值	情境 2：无协议的现金流现值	丧失的现金流现值	竞争概率	权重价值
第 1 年开始竞争	15 322 536	3 781 503	11 541 033	10%	1 154 103
第 2 年开始竞争	15 322 536	5 156 105	10 166 431	10%	1 016 643
第 3 年开始竞争	15 322 536	8 009 981	7 312 554	10%	731 255
第 4 年开始竞争	15 322 536	11 194 072	4 128 464	20%	825 693
第 5 年开始竞争	16 799 349	14 055 674	2 743 676	20%	548 735
第 6 年开始竞争	19 559 732	17 064 191	2 495 540	20%	499 108
无竞争			0	10%	0
预测现金流的现值					4 775 538
税收摊销收益					862 781
非竞争协议的拟算公允价值					5 600 000

情境2评估的是来自关键雇员（或没有非竞争协议）的竞争，对公司收入、支出、相关现金流以及最终对公司价值的影响。有两个最重要的因素需要考虑：①预测期每年将会丧失的预期收入（在我们的例子里是6年）[1]；②在6年中，每一年的竞争概率。此外，要考虑的其他因素包括：固定费用与变动费用的组合，若相关的关键人物不在工资单上时可能节省的工资金额，企业收入较低时所需的资本支出的变化以及风险差异的整体评估。在确定竞争概率时，你必须考虑下述因素的存在：专有技能、商业秘密、公司内的创业倾向、外加关键雇员的绩效工资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

重置成本法

重置成本法（RCM）是一种基于成本法的方法。它估值资产的方式是评估重置类似资产所需的当期成本。时常用这种方法评估的无形资产，主要是成套人力资源这类无形资产，而重置一套企业雇员的成本包括：招聘、雇佣和培训成本。

就成套人力资源这类无形资产而言，重置成本法的基础理论是：通过购买一个正在运营的企业，公司避免了招募和培训雇员所需的费用和时间（假设被购企业没有现存雇员时）。成套人力资源的价值还包括某些雇员的管理经验和技术秘诀。这里要考虑的相关因素包括：重置雇员的可获得性、组织内人员的专业化程度、薪酬和福利待遇、其他激励补偿、人才寻找的费用和支出以及培训期的非生产性时间。每个雇员的培训支出都不同，取决于雇员职责的复杂程度。这类支出包括雇员处在非生产状态时的工资、薪酬和相关福利的支出。在表17-4，我们给出了一个应用重置成本法估值成套人力资源的例子。

表17-4　重置成本法：成套人力资源的估值　（单位：美元）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

雇员类别	招募费用			培训费用		
	数量	估计招募费用	总计	平均每个雇员每年花费	需要几个月才能完全胜任岗位	总计
首席执行官 / 创始人	1	210 000	210 000	700 000	18	525 000
高层管理人员	18	90 000	1 620 000	360 000	6	1 620 000
中层管理人员	78	22 500	1 755 000	150 000	3	1 462 500
办公文员 / 辅助性雇员	205	4 500	922 500	50 000	1	427 083
	302		4 507 500			4 034 583
成套人力资源的拟算公允价值						8 540 000

培训费用的大小取决于下述两个要素：新雇雇员的一般生产效率、雇员达到全额生产率所需的时间。就所有的雇员而言，在正式雇用日就应该具备某种水平的生产率，如同下述假设所言：所有的雇员上岗时都有起码的技能和经验，否则，他们就无法胜任相关岗位。在生产率上，雇员最初和暂时的不足只是需要雇员调整自己，适应岗位的程序和环境。一般而言，当一个人首次受雇时，它的非有效工时是最大的。通常会在6个月的时间内，这种非有效工时会降到接近于零。由于假设最初的非有效工时会在上述时间里，以直线的方式缩减至零，同时，它也暗示有效工时会在上述时间内以直线方式不断增加，在培训（处在“无效工时”或“非100%有效工时”之间的）时期结束时，会最终达到100%。与前面的论述一致，为了说明无效工时，我们可以确定一个数月的时间赋予一组雇员一个初始的无效工时。例如，就平均而言，可以假设公司雇员在培训期间的有效工时是50%。

把这些培训的时间因子乘以全体雇员的平均年薪（包括福利），得到的是与每个雇员相关的平均培训费。然后，用这组雇员的数量乘

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

以雇员平均培训费用，得到的是他们培训的总费用。再把这组雇员招聘总成本与这个金额相加，得到这组雇员的重置总成本。把每个雇员平均重置总成本乘以公司雇员数量，可以评估出公司成套人力资源的重置成本总额。

在估值无形资产时，有四个用得最多的方法：多期超额盈余法、权利金节省法、差值法和重置成本法。

必须考虑这个方法内含的细微差异。例如，重置成本可以假设一个与当期雇员队伍具有不同特征的雇员队伍。如果可行的话，重置成本法必须考虑这样一种情境，即当期在位的雇员队伍（由年龄较大、报酬较高的人员构成）可以被更年轻、同样熟练和薪酬较低的雇员替代。而且，还要考虑一个机会成本，反映创造这项资产期间丧失的现金流（相比于公司如果已经持有这项资产时会实现的现金流）。

[1] 原文是“four years in our example”，疑有误，应为“six years in our example”。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

结论

无形资产涵盖了公司价值的大部分，但这份价值还没有反映在公司的财务报表里。事实上，这种价值不是可以马上看到或即刻予以计量的。不过，股东和经理必须加深对这种价值的理解，并把它体现在自己的战略规划里。因为理解和培育公司无形资产价值是公司价值创造的一个不可或缺的部分——它不仅是驱动公司战略规划的动力，还能聚焦公司的关键成功点和前进方向。本章介绍了估值无形资产最常用的四种方法，但还有其他方法。推荐读者查阅第16章结尾部分——参考文献，以便对这些方法有一个更好的理解。如果公司的无形资产价值得不到足够的重视，那么就只能说明：股东、经理人和顾问对公司价值的理解只是一知半解，对公司价值创造的经营管理也只能是事倍功半！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第18章　衡量和管理高科技创业企业的价值

在2008~2009年，金融市场犹如过山车般地上下震荡，几乎所有投资者都受到了惊吓。但感觉更加恐怖的却是非上市高科技创业企业的股东和经理，因为这里不仅股权价值是未知数，而且，所有资产几乎全部都是无形资产。这也是为什么具有前瞻性的创业家，会把企业估值作为严谨的年度战略规划的核心。

本章设法阐释一个独一无二的难题：为使股东价值的最大化，衡量和管理高科技创业企业的价值。在对高科技创业公司的估值过程中，你必须理解它们相比于成熟企业的差异，评估它的战略地位，辨识它的经营发展阶段，确认它所处的融资发展阶段和必要回报率要求，并考虑它的投资退出通路：出售或IPO。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

为何高科技创业企业的评估至关重要

就高科技创业企业的某些方面和情况而言，这种评估既有价值，也有必要。为了激励雇员，向他们授予股票期权，是这种估值常见的触发点。当创业企业缺乏足够资金支付有竞争力的薪酬时，股票期权就成为吸引合格人才的一种手段，但这种期权的有效性取决于宏观经济和市场状况。如果我们说这种估值具有某种基石性的作用，那么主要是因为它有如下两个重要的价值点：正确评估这种期权的市场公允价值（截至发行日的）；以备美国证监会或其他国家类似机构可能的审核。

在美国，这些创业公司的资产结构很复杂，它们通常都是借助风投起步，并经历了一轮以上的融资，股权结构中出现了优先股。为了合规于某些税收和财务报告的要求，这些公司通常都需要得到第三方的独立估值。在雇员股票期权发行时，为了避免超额的激励支出，要确保发行时的授予价格等于相关普通股的市场价值。就税收而言，《美国税收法典》第409A则规定：凡属纳税年的不合规递延报酬计划的报酬递延金额，都要包括在毛收益里（具体限度不要超过被没收的巨大风险，而且不曾出现在往年的毛收益里）。在授予日，若股票期权以高于或等于股票市场公允价值的行权价发行，那么这种激励报酬可以递延。就财务报告的目的而言，会计标准汇编718（财务会计准则

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

公告123）涉及有关企业用权益票据交换实物或服务的会计事项处理规则。为了确定基于权益进行激励补偿的成本，这个公告要求绝大多数的这类交易采用公允价值。在确定了权益补偿（截至授予日）的公允价值后，为获得这个奖励，雇员需要为公司提供服务的时期，被确认为是这项成本的适用期。

在创业企业的早期阶段（往往需要资本的时期），可能也是做遗产规划的最好时间。自信的创业家会在创业阶段就把股份赠与出去，因为他预期这些股份的价值会在随后的年份里增值。由于国内税务局要求对赠与股份进行估值，所以对创业阶段的股份赠与而言，其最大好处多半体现在税收方面。

与任何公司一样，创业企业也会涉及诉讼问题，比如，股东纠纷、某股东婚姻解体、知识产权侵权以及合同纠纷。此外，在制定股份转让协议或为关键人物购买人寿保险时，创业企业也会考虑雇佣评估师。

在实现公司主要财务目标（股东价值最大化）的过程中，也许最引人关注的应该是估值所能起到的关键作用。对于许多高科技创业企业，股东价值最大化往往意味着做成一个项目（比如，成功研发出一项技术或一款药品），并使客户或市场相信这个项目的独特性会使其具有巨大的潜在价值。只要年度战略规划能聚焦于价值和价值主张，股东和管理层就能为公司制定最佳方向。若把价值置于规划流程的中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

心，那么，管理层不仅能够持续地评估公司战略定位的合宜性，还可以评估企业的独立公允价值，以及企业通过出售或IPO所能增加的价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

高科技创业企业的关键不同之处

对于处在发展阶段的公司而言，它们的经营记录非常有限，几乎没有收入，更谈不上有经营利润。高科技企业都具有这些特征，而且不确定性往往更高，因为它们所处的市场或行业是全新的或刚刚出现的，没有传统的商业模式和业绩基准。此外，下述原因使得这种不确定性更加虚幻缥缈：这种公司正在研发实验性的新产品，或是潜在客户或相关市场前所未闻的产品。

创业企业的成功与产品研发、生产和营销的时机及其成本紧密相关，所以预测必须准确而翔实。随意设定和处理关键预测参数，包括每个发展阶段的价格、产量、成本和所投资金，往往是误算公司真实业绩和最终误估公司价值的第一步。

技术的不断变化和产品的生命周期短，不仅使准确预测的难度增加，而且还使价值波动的幅度增大。就像我们将要讨论的，这些问题迫使我们认真关注竞争要素，甄别公司的竞争优势和劣势，因为最终是它们确定用于计算价值的回报率或倍数。

在技术类公司里，有形资产和资产规模的重要性都要小很多。当技术是主要资产时，公司的绝大多数乃至所有的价值都出自无形资产，包括知识产权和人力资源。相比于财产、厂房和设备，这类深具

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

活力但又十分脆弱的资产的价值可能会迅速缩水。因此，一件很重要的任务是：辨识新近形成的知识产权，并为它们获取足够多的专利和法律保护。

最初的资金，无论是来自创业家、天使投资人还是风险投资人，目标都是在一个设定的时间和成本框架之内把公司推向下一个发展阶段，所以，缺乏足够的资金是这类公司常见的瓶颈。这里有一个关键的“烧钱率”指标，它为创业企业施加了一种约束，不能逾越预测的成本和时间底线，因为高科技企业几乎没有借贷能力。缺乏成熟产品、服务或客户群意味着：即便在最好的情况下，这类创业企业的负债融资能力也是有限的，通常不仅会伴随着很高的利率，而且还会给管理层带来很严格的限制条件。此外，市场已经表明，投资者质疑许多高科技企业的商业模式，特别是那些持续亏损并对技术或产品缺乏明确的开发和商业化计划的企业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

价值管理始于竞争分析

传统上，投资者把一些较为显要的财务指标（包括销售额及增幅、营业利润、资产利用率和现金流）视作自己决策的基础。不过，这些指标反映的是结果，而不是原因。就一个更加可信的估值而言，这里的核心是必须辨识什么创造了现金流，并因此创造了价值。要想做到这一点，就必须对公司的战略地位做内部和外部的评估，即竞争分析。

这些原则同样适用于高科技企业。虽然经理们可能会聚焦于行业的具体指标，如单位客户的销售金额或单位广告资金的网站点击量，但在发展快速的市场上，我们的重点应该偏向公司创造新品或改造新品的能力，以及企业建立竞争优势和创造现金流的能力。

外部分析

对于创业企业，这种分析始于外部的或行业的分析——这往往是很难做的一件事，因为这种竞争对手通常都是大公司的一个小部门，或是一家籍籍无名的公司。在一项新技术出现之时，它的应用往往存在很大的不确定性——应用于什么市场、针对什么产品，以及何时能得到应用。例如，很多软件公司的技术都徘徊于一种应用与另一种应

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

用之间，因为可能出现竞争性或并行性应用，而且在这个过程中，它们的目标市场发生了变化。此外，客户迅速地出现和消失，可能只是因为分销渠道重新定义了相关技术的终端用户。

随着相关技术的发展及其最终产品和客户的辨识，销售增幅的前景会发生迅速的变化。此时，价值会因此发生大幅波动。对于一项新技术的早期融资而言，这种不确定性促使风险投资人要求很高的投资回报率。对于公司的潜在产品、客户和竞争对手，如果没有更加可靠的相关信息，会加大风险的程度，进一步推高投资回报率。

客户集中的问题往往会出现在这种新兴市场，因为信息的缺乏或营销力度的不足或很弱的分销能力，都会阻碍创业企业接触市场上所有的潜在客户。典型的创业企业，尤其是早期阶段，在生产、营销、销售和渠道或融资方面，一般都缺乏一个以上的核心能力，妨碍公司充分挖掘技术的价值。对于认识到这些局限性并获得所需能力的公司，随着自己的技术从概念到产品、到客户、到现金流的推进，它们的价值会发生巨大的变化。

这个进程也凸显了下述两种价值之间的潜在区别：创业企业独立的市场公允价值（可能很低）、对战略买家高得多的潜在价值。和创业企业相比，这类买家通常有自己的方式方法，能够更快地、更有效地、更成功地把一项技术推进到创造现金流的阶段。因此，管理层必须持续不断地辨识阻碍企业成功的所缺失的能力。要想做到这一点，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

还需要不断优化把产品推向市场的时间和成本——随着公司技术的发展或失败，这会使公司价值出现突变。当烧钱的速率和借贷的局限威胁公司的生存时，作为一家孤军奋战的企业，挫折或延误会使它处于极为脆弱的境地。因而，退出策略，包括为公司准备并购伙伴或战略买家，也必须是创业企业当期战略规划的一个组成部分。

内部分析

在内部分析里，最重要的是持续地检视这种技术将会带来怎样的产品或服务，或会为已有产品或服务带来什么，以及最终会怎样创造现金流。这种分析的起始通常是研读商业计划书及其相关预测，特别是评估需要完成和完善产品的财务投资需求。必须认真检查支撑预期产量、定价能力和利润率的竞争优势。由于不确定性的存在，需要对预测进行调整（要么是金额上的调整，要么是时机拖后的调整），方法是利用概率分析来量化可能的结果。

对于处在发展阶段的企业而言，关键人物通常是不可或缺的，所以对管理人才和技术人才要予以特别的关注。在这类企业中，执行经理往往是几乎没有管理专业知识或经验的“科学家”，在销售推广、生产或财务上，可能存在着知识和经验的盲区。在企业的早期，这些职能方面的能力可能不是那么关键，但在位的管理团队必须具有或发展所需专业管理知识和经验，以促进公司的成长，尤其是促进企

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

业“套现事件”（liquidity event）的实现。当然，这些能力的缺失不一定会使公司消亡，不过它们的确会带来掣肘，而且往往会暗示企业需要退出策略，以便做好进入下个成长阶段的准备。

为了吸引和保留关键人才，许多创业企业提供股票期权，而且这些期权会对每股价值产生很大影响。管理层还应该知道如何计算非上市公司股票期权的价值。一般情况下，著名的布莱克－斯科尔斯期权定价模型（BSOPM）高估了非上市公司股票期权的价值（因没有考虑其流动性不足的问题），所以，为了对这种期权的价值进行合理评估，应该考虑对BSOPM进行适当的修改，或者考虑采用其他的估值方法。

对高科技创业企业而言，股东价值最大化通常意味着一个可研项目（比如，一项技术或一款药品等）的完成，同时，要设法使买家或市场相信，这个项目不仅品质独一无二且潜在价值巨大。

强调规划

许多成型的企业几乎没有战略规划，不仅活了下来，而且还生机勃勃，但创业企业不同，它更需要这种规制的指引。一个综合的规划不仅会使管理层聚焦于自己的市场和客户，而且也不会怠慢它们产品的服务。战略规划还能促使现金更有效的使用（这会降低所需的融资金额），并最终提高投资者的回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

若这种战略规划缺乏逻辑连贯性或有明显的缺陷，通常意味着关键职能领域存在明显的劣势或缺乏专业知识。在这种情况下，若想客观地预测把公司从发展阶段，推进到成熟阶段所需的能力、成本和时间，要么不可能，要么极其困难。这种问题（目标不定、方向不明以及运作核心脱离创造未来现金流这个基准点）意味着风险的增加和价值的降低。若存在着战略劣势或无法获取关键能力，战略规划应该顺势引导公司转向其他的相关战略，包括把公司出售给一个战略买家、合并，甚至清盘，以使亏损最小化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

发展阶段

一旦理解了高科技公司的关键差异点，并分析了这类公司的竞争地位，那么，就必须确定它的经营发展阶段。这是估值创业公司的重要部分。对公司发展阶段的确定，将有助于选定公司估值的最合适的方法（到底是哪种或哪几种的组合），还有助于评估实现增长的计划，以及最终出售公司或IPO的相关风险。

在2004年，美国注册会计师协会（AICPA）颁布了一份题为《作为激励补偿发行的非上市公司权益证券的估值》的实践指引，为这类公司的估值和信息披露提供指南，同时，为它们在这类权益型证券的发行事宜提供了最优的实践方法。针对这类公司，这个实践指引概括了6个发展阶段[1]（按经营发展阶段定义，而非融资阶段）：

阶段1：迄今为止，公司尚无产品收入，费用支出的记录也有限，通常有一个不完整的管理团队，外加一个创意和一份计划书，此外，产品可能有一个初始的研发。这个阶段的典型情况是：种子资金或第一轮融资的提供方，大多是朋友和家族的天使基金，或是聚焦于早期企业的风投公司，另外，赋予这些投资人的股权有时是普通股形式，但更多时候是优先股。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

阶段2：公司没有产品收入记录，但有了相当的费用支出记录，而产品研发正在进行当中，团队应该已经悟到横亘于眼前的商业挑战的内涵。通常在这个阶段会出现第二或第三轮融资。该期的投资人一般都是风投公司，它们可为公司提供更多有关管理和治理的专业知识。这些投资人得到的股权通常都是优先股。

阶段3：公司在产品研发上有了长足进步；关键的发展里程碑都已实现（比如，雇用一个管理团队）；产品研发接近完成（比如，进行了阿尔法和贝塔测试），但往往还没有产品收入。一般而言，后轮融资会发生在这个时期，典型的投资人会是风投公司和战略业务伙伴。这些人得到的股权一般都是优先股。

阶段4：在发展过程中，公司已经实现了另外一些关键的里程碑（比如，第一批客户订单、第一笔有收入的出货），重要的是有了些产品收入，但通常仍然处在亏损经营状态。另一个典型的情况是，夹层融资会出现在这个阶段。同时，与投资银行讨论IPO之事多半也会发生在这个阶段。

阶段5：公司有了产品收入，并在近期取得了财务上的突破性指标，比如，实现了经营性盈利或达到了盈亏平衡，或取得了正向现金流。某种套现事件，如IPO或企业出售，可能发生在这个阶段。所发售的股权通常都是普通股，一旦实现了IPO（或发生了其他形式的套现事件），优先股都会转换为普通股。[2]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

阶段6：公司有了成型的盈利性经营记录或创造正向现金流记录。IPO可能发生在这个阶段。

若公司的发展阶段能够按照经营状况来定义，那么它也可以按照融资情况来定义。

[1] AICPA Task Force,Valuation of Privately-Held Company Equity Securities Issued as Compensation (2004),PP.13-14.

[2] 套现事件或与投资银行讨论IPO实际阶段的出现取决于几个因素，包括宏观经济状况、投资者的情绪，以及IPO市场的状况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

风险和贴现率

对每个发展阶段投资者所要求的回报率，这个实践指引也提供了指南。[1]这个指南划定了4个发展阶段[2]（会在随后概述），划分的标准是必要回报率（required rate of return），而非经营发展阶段。这有助于为被估公司确定合适的贴现率。

（1）创业阶段的投资通常是投在经营史不足一年的企业。这个阶段的风险投资（比如种子资金）通常是由个体风险投资者（比如天使投资者）提供。这种融资多数是用来做产品研发、原型测试和营销测试。这个阶段的投资回报率处在50%~70%的范围内。[3]

（2）第一阶段或“早期发展”的投资所投企业，一般已经发展出了原型产品，看起来可行且下步的技术风险很小，当然，商业风险还是很大。较小的风投资金往往在这个阶段进入，为基础产品的开发提供融资。这个阶段的投资回报率处在40%~60%这个范围。

（3）处在第二阶段或“扩张”阶段的企业，通常为客户发运过一些产品（包括测试版的产品）。较大的风投公司往往是这个阶段介入，为企业的收入增长、产品或服务的推广以及渠道的建设，提供资金。这个阶段的投资回报率处在35%~50%的范围内。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（4）过桥/IPO阶段融资所涵盖的经营行为如下：中试工厂的建设、生产设计和生产测试，当然，还有IPO之前的过桥融资。这个阶段的投资回报率在25%~35%的范围内。

由于伴随着每项成功的项目都会有几项失败的项目，所以，任何风险投资人都不可能在每项投资中都能最终实现这些回报率，但它们仍然有用：相对于公司业绩的预测值，若公司的实际业绩出现了缺口，这些回报率可用于计算如何补偿公司业绩的这类缺口。此外，对创业企业的贴现率很高，原因是下述两种较高的不确定性：收获未来现金流的不确定性；实现这些现金流需要较长的时间窗口（如果项目能够创造现金流的话）。若读懂了公司的这些背景信息（包括外部和内部环境的风险、所处发展阶段以及相关风险特征），那么你就可以进入公司的实际估值阶段。

[1] AICPA Task Force,Valuation of Privately-Held Company Equity Securities Issued as Compensation,pp.48-50.

[2] 有两个出版物阐述了这种发展阶段：James L.Plummer,QED Report on Venture Capital Financial Analysis(Palo Alto,CA:QED Research,1987),pp.1-11-1-14,and William A.Sahlman and Daniel R.Scherlis,“A Method for Valuing High-Risk,Long-Term,Investments:The Venture Capital Method,”Harvard Business Review,August 12,2003,pp.6-7.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

[3] 回报率的确定方式同上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

创业企业与传统估值方式

如同第2章所强调的，为了聚焦价值，投资者必须能够衡量价值，所以估值应该是战略规划不可或缺的部分。对于外部和内部每个竞争要素的风险和回报，估值分析都可以量化它们的后果（即价值变化）。这个过程可为管理层绘制提升公司现金流的路线图，同时，设法实现股东价值的最大化和风险最小化。在估值创业企业的过程中，可以应用传统的收益法、市场法和资产法（论述于第7~12章）。不过，在对创业企业应用这些方法时，有些不同的考量。

收益法

就像第8章所述，收益法衡量企业价值的基础是目标公司的连续预期货币收益。收益法旗下有两种估值法——单期资本化法和多期贴现法（区别在于一年期的收益预测和多年期的收益预测）。

单期资本化法（SPCM）极少适用于评估创业企业，特别是高科技企业。创业企业的收益或现金流（如果有的话），很难代表它们长期潜在的收益和现金流，而且成功的创业企业的成长过程会非常快，此后，不断增加的竞争或新技术的出现，会把它们的增长速度减缓到一般的增长水平。这种资本化法无法体现这些变化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

多期贴现法（MPDM）通常要有效得多，因为它采用的是贴现现金流分析，反映了收入、利润和最终现金流未来的预期增长。作为对未来预期回报深思熟虑的预测，贴现现金流分析的主要好处——同时也是它的最大害处，即对这些预测的信赖在创业企业内恶化。创业企业的特征往往是：绝对没有正向现金流、财务记录有限或几乎没有以及（或者）处在一个寂寞的市场空间（即处在一个找不到可以做合理比较的类比公司的新市场）。有些行业人士认为，就其本身而言，因为这种现金流预测具有高度的推测性（原因是相关技术还没得到商业验证或相关产品还处在开发过程中），所以在估值创业企业时这种方式被边缘化了。现实的情况是：相比于成型公司，对于创业企业而言，所有的估值方式都具有推测性，但估值所依赖的基本要素都一样。例如，我们必须评估收入增幅，必须懂得最初的亏损是怎么回事，一旦公司达到了相对稳定的阶段，必须对可持续的经营利润进行预测，必须评估驱动增长所需的再投资金额，必须确定公司达到稳定期所需的年份数，必须评估企业的终值（建立在公司出售或IPO之上的价值），必须确定一个预期回报率。就像艾斯瓦斯·达莫达兰所强调的：

若被估公司的利润为负、增长快，但信息有限，那么对它的估值就无法准确……原因不是估值模型的质量问题或是使用模型的分析师的水平问题，而是由于被估对象本质上的不确定性所致，即被估对象未来的前景不明朗。当涉及创业企业的投资时，这种不确定性就是一个无法躲避的事实。在估值的过程中，我们致力于把握这种不确定

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

性，就评估对象的未来做出我们力所能及的评估。注意：那些因估值模型可能的潜在错误而鄙视估值模型的人，结果是使用了更加粗糙的方法，如在相关公司间比较每股价格和每股销售额的比率。就像我们看到的，这里的区别在于：他们好似用抹布擦去了所有的不确定性，好像这些不确定性不曾有过……即便一项估值不精确，但它为我们提供了一个给力的工具，回答了下述问题：对一家公司当期的市场价格，未来需要出现什么才能说明它的合理性。然后，投资者可以决定他们是否接受这些假设，并做出自己买卖股票的决策。[1]

创业企业的价值完全源自未来的预期成长。由于几乎没有可资利用的经营记录，所以，这种预测面临着众多的不确定性。就像其他任何估值一样，在做未来经营预测的过程中，评估师需要与管理层密切合作。如果有商业计划书的话，评估师就必须认真研读这份计划书，并对计划书写作以来相关假设的变化进行讨论。创业企业的特性之一就是发展和变化很快，计划书里的相关预测会很快过时。同时，还要注意的是：这些预测的乐观色彩通常会非常浓，因为它是用来争取融资的。对于这种过于乐观的预测必须予以处理，方法是利用贴现率（在本章的上一节论述过）。

如同第8章所述，采用传统的两阶段模型或三阶段模型，应用现金流分析就可以达到目的。在两阶段模型里，价值计算的构成是：若干年（通常是5年）利润预测值现值的总和，外加被估对象终值的现值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

这个终值的确定方式通常是就某种利润或现金流乘上一个倍数，[2]往往反映了这类创业企业价值的大部分。在三阶段模型里，增加了一个阶段（可能是另一个5年期），采用了一个过渡性的增长率，在此之后再计算终值。无论采用哪种方式，合理的财务预测是这个估值过程的关键部分，同时，这种预测必须考虑到公司的管理能力、市场潜力、相关技术和所处行业。

最后，采用了现金流分析的收益法，是估值创业企业的一个有效方法。在用它来预测未来预期现金流的过程中，现金流分析可以反映公司在不同发展阶段回报值的变化。它还能方便地融入敏感性分析和概率分析。

市场法

市场法求取价值的方式是把被估公司与类比上市公司做比较，或把被估公司与类比企业（最近因公平交易而收购的企业）进行比较。

在估值创业企业时往往采用市场倍数，因为相对而言它们易于理解，而且，以市场为基础也易于应用。在估值创业企业使用倍数时，我们遇到了一个棘手的问题：动态的形势、静态的应用。就像第11章所述，市场倍数既可以取自上市公司（如类比公司法），也能来自被购公司（如交易数据法）。一般来说，出自前者的结果具有可变现性和非控制性的价值形态，因为这个倍数源于上市公司具有流动性和非

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

控制性的权益。后者的所得结果往往既具可变现性或非变现性但有控制权的价值形态，因为相关数据一般反映了被购公司的整体倍数。

就估值高科技创业企业而言，一个重要的部分是确定企业经营所处的发展阶段——抑或是处于六阶段中的某一阶段——从没有产品收入到具有成型的财务记录，抑或是处在基于企业融资和必要回报率为基准的所谓四阶段，即从种子资金到IPO的某处。

在估值创业企业时，传统的市盈率倍数基本不适用，即使是EBIT倍数和EBITDA倍数也是如此。相反，在这个市场常见的是收入倍数，主要是因为创业企业通常都没有利润（因此没有相关的倍数可用）。为了获得更好的效果，样本公司的经营活动，必须与被估公司有相对的一致性。例如，在某些行业，在确定收入倍数的可比性时有一个重要的斟酌点，即产品和服务收入的组合问题。

在公司的利润表收入科目以下有不少内容，可以编制出某种形式的利润倍数，作为收入倍数的一个补充。在这种倍数中，利息、税收和研发费用之前的利润倍数就是其中之一——因为某些创业企业有很大的研发费用。此外，可能还有一些具体行业的倍数，例如，互联网公司的注册用户的倍数，也可能是一个好的价值指标。

就像第11章所强调的，在对上市公司倍数做总体分析时，有一点非常重要，即上市公司和非上市公司之间有很大的区别。吸引公众投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

资的那些公司的收入增幅（当期的和预期的）通常都在平均水平之上，而且它们有着好得多的融资通道。此外，就产品或服务发展的领先性而言，在多数情况下创业企业也无法和上市公司相比。

运用利润倍数估值创业企业的难处，与采用单期资本化法的一样。利润倍数也无法准确体现这类企业增长率的预期变化——从初始很快的增长速度，到遭遇竞争后逐渐下降的速度。因此，高科技创业企业100倍的利润倍数，其基础多半是建立于极低的利润基数（相比公司未来利润潜能）。它们短期的增长预期与长期的相比，差别非常大，由此得到的价值几乎没有什么意义。

导自战略交易的倍数受碍于两个刚刚阐述过的因素。更有甚者，战略交易通常还会反映仅有个别买家才能够取得的协同效益。当某个倍数是导自行业的领军企业时，这种价值失真情况也会发生。例如，如果让一家创业企业采用导自亚马逊或谷歌业绩的倍数，那就等于把这些非常成功企业的规模、增幅、客户群和品牌认知度等因素，都附体于这家相距甚远的创业企业。

当采用市场倍数估值创业企业时，你必须记住要把诸如股本金的因素考虑进来，因为要想创造未来的收入和利润，企业必须引进更多的股权资金。此外，还需要把那些出自未来倍数的价值形态贴现回现值，因为这种分析是设法采用未来的价值形态确定今天的价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

总之，在估值创业企业时，各种市场倍数（诸如收入倍数或各种形式的利润倍数等）被广泛引用。它们可以用，但需慎用。

资产法

就像第12章所述，资产法是确定企业资产和（或）权益（方法是直接把资产价值减去负债价值）价值形态的一般方式。就估值创业企业而言，资产法是相关性最小的一种方法，主要因为创业企业的所有资产几乎都是无形资产，不仅很难辨识和估值，而且也没有计入资产负债表。

资产法要想用于创业企业，只有一种情况，即当公司有大量现金余额，但尚未实现任何有意义的里程碑事件的情形，抑或是处在套现情境之下。

替代的估值方式

虽然传统估值方法可用于估值创业企业，但一些可替代方式往往也适用。它们包括蒙特卡罗模拟算法（MCS）和实物期权分析法（ROA）。

在第7章论述的蒙特卡罗模拟算法是一种概率方式，可以与贴现现金流分析法（DCF）结合起来使用。[3]MCS有助于确定DCF不同价值结

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

果的概率，并可解读不同价值组合如何影响不同DCF的价值结果。这种方式可以让你辨识那些关键假设，以及那些已知其概率分布（如正态分布）的关键假设的可能价值，并让人们推导出最终价值的置信区间。

比如你可能假设，日益增长的竞争威胁推高风险，因而可能降低价值，但1年后，创业企业成功开发一项技术的概率增加了（在MCS模型里会加分），它所带来的价值要高于因新增竞争威胁可能减少的价值。若一个既定情境有一组最佳推测值，那么一次现金流分析可以从中推导出一个价值。MCS可以考虑到输入变量的所有组合，并为每个变量算出一个概率分布，描述每个输入变量的可能结果。MCS价值运算的结果，既包括一个可能性最大的结果，也涵盖一系列具有合理概率但可能性较小的结果。总之，与标准的贴现现金流分析或敏感性分析相比，MCS提供的可能结果分析更加全面。

在一个投机性很浓的环境里，投资者可以采用另一个风险管理工具。传统的DCF无法准确反映投资者或风险投资人的后续投资能力——例如，在后轮融资阶段的优先购买权，就带有公司股票看涨期权的性质。在第7章，我们阐述了实物期权（ROA），它采用了期权定价的方法，用以说明买家的某种特定能力，即等待整理分析最新竞争数据，然后决定在以后某个时点是否购买权益的能力。采用实物期权的好处在于，它能体现一种推进或放弃一项既定投资的权利（期权）。在有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

效期截止时，1份看涨期权的价值是相关股票价格减去该期权的行权价。在有效期内，1份看涨期权的价值等于标的股票价格减去行权价的现值（这两种价格都根据该期权的风险做过调整）。在这两种期权定价模型里，每一种都建立于下述三项因子：标的股票价格的波动性、当期股票价格和行权价之间的差额、所剩的有效期长度。因此，随着不确定性的增加，实物期权的实际价值得到了提升，因为它们帮助投资者管理了风险。

[1] Aswath Damodaran,Investment Valuation:Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset,2nd ed.(Hoboken,NJ:John Wiley&Sons,2002),P.656.

[2] 一旦采用了这种方法计算，许多业内人士觉得收益法变成了某种收益法和市场法的混合方式。

[3] 以及预测套现事件和其他的目的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

QED调研报告：风险投资使用的估值方法

传统的估值方式也用于对创业企业的估值，但风险投资人更多是使用修改过的传统估值方式。在1987年，QED调研机构出版了《QED调研报告：风险投资的财务分析》。[1]虽然时日已久，但这份报告仍然被广泛引用，因为在风投公司如何做财务分析的问题上，这份报告提供了清晰而深刻的解读，其中包括风投公司如何估值创业企业的内容。

通过分析商业计划书、现场拜访及访谈，先把估值新企业前景的那些因素确定下来（本章前面介绍过）。梳理过这些因素之后，估值流程就可以启动了。QED调研报告为大家呈现了风投领域采用的4种另类估值方式：

（1）传统的VC估值方法（VC法）；

（2）第一芝加哥法（FCM）；

（3）基本法;

（4）收入倍数法。

传统的VC估值法

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

这种VC法是一种余值估价法，只考虑单一情境的两个时点：当前日和未来套现退出日。同时，它还需要相关假设，即一直到套现事件前收入的复合年均增长率假设，外加套现时盈利的假设。这个方法采用表18-1所用的计算公式。在这个例子里，假设收入是250万美元，而5年持有期的年均复合增长率为40%，在此期间，VC的投资会通过公司的IPO退出。按税后14%的利润率、假设的市盈率倍数是19，[2]外加40%的贴现率，该公司权益（假设没有带息负债）的拟算市场公允价值为670万美元。

表18-1　传统的VC估值方式

公司的现值	$\dfrac{R\times(1+g)^{n}\times a\times p}{(1+r)^{n}}$
R = 收入	2 500 000 美元
g = 增长率	40%
a = 套现时的税后利润率	14%
P = 套现时的预期市盈率	19
n = 至套现日所需的年份数	5
r = 贴现率	40%
公司权益的拟算市场公允价值	6 700 000 美元
所需资金金额	4 000 000 美元
所需持股的最低百分比	59.7%

在这种方法和其余三种估值法里，除非有特别提示，我们都把假设都予以了简化，即仅有一个VC投资人、一轮融资、一种优先股、公司都处在第二个发展阶段、一个年均复合增长率、不变的利润率、并对净经营亏损结转没有进行调整。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第一芝加哥法

第一芝加哥法（FCM）[3]的起始部分和VC法的处理方式一样，然后，概率加权三种不同结果的情境：成功、侥幸生存和失败。这种方法要求分析师考虑潜在的不同结果，而不是依赖过于简单的收入或利润倍数。

尽管如此，这种方法还是一种直觉的、相对容易拷贝的方法。表18-2例解了如何按照第一芝加哥法计算价值的过程。一家已经盈利的创业企业，收入为250万美元，计算的价值为670万美元，最近结束了金额为400万美元的一轮融资。1、5、6和9行都是输入值，剩余的几行都是公式。

表18-2　第一芝加哥法　（单位：美元）

	成功	侥幸生存	失败
（1）收入增长率①	50%	20%	0%
（2）3年后的收入水平	8 437 500	4 320 000	2 500 000
（3）5年后的收入水平	18 984 375	6 220 800	
（4）7年后的收入水平		8 957 952	
（5）套现时的税后利润率	18%	9%	

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（续）

	成功	侥幸生存	失败
套现时的税后利润	3 417 188	806 216	
（6）套现时的市盈率	20	10	
（7）套现时的公司价值②	68 343 750	8 062 157	900 000
（8）公司的现值③	12 707 456	764 813	327 988
（9）每种情境的概率	50%	40%	10%
（10）公司在每种情境之下的现值	6 353 728	305 925	32 799
（11）公司权益的拟算市场公允价值		6 700 000	
（12）持股所需的最低百分比④		59.7%	

①收入的基数是250万美元。假设每一种情境的年收入增长率都一样。

②对于成功和侥幸生存情境，套现时价值确定的方式是：利润×市盈率。对于失败情境，假设该公司从来没有盈利过，并在3年后作价90万美元进行清算。

③假设的贴现率是40%。对于成功情境，假设了一个5年期的时间因子[4]；对于侥幸生存情境，假设了一个7年期的时间因子[5]；而失败情境的时间因子，则是3年期。

④代表初始VC投资（在这个例子里是400万美元）所占股权百分比。

在成功的情境中，假设收入在5年的持有期里，是按照50%的年增长率增长，一直到近1900万美元，在第5年VC通过IPO退出。依据18%的税后利润率，该公司的利润额接近340万美元。采用一个假设的20倍的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

市盈率，在VC套现退出时，该公司的市值为6830万美元。假设贴现率为40%，在5年持有期后，该公司的现值是1270万美元。

在侥幸生存情境里，假设收入在一个更长的7年持有期里，按照一个低得多的20%的年增长率增长，一直到近900万美元。在第7年，由于较低的收入增幅和利润率，通过把公司出售给一个竞争对手，VC实现了退出。所以，VC的投资幸运地没有亏掉，但该公司没能作为一个独立的实体而继续存在。使用一个9%的税后利润率，该公司的利润额接近80万美元。采用一个假设的10倍市盈率，在VC套现退出时，该公司的市值为800万美元。假设贴现率为40%，在7年持有期后，该公司的现值是76.5万美元。

在失败的情境里，在VC投资400万美元后，该公司在经营期间，收入从未超过250万美元。在第三年以后，这家VC决定撤出，把这笔钱投到潜力更大的公司。这家VC能够把该公司的资产卖掉，并解散该公司，获得了一笔假设金额为90万美元的资金。在这种情境下，3年的持有期之后，假设贴现率为40%，该公司的现值为32.8万美元。

然后，在第9~11行，计算公司的价值：这家VC为每个情境分配一个概率，并用它们乘以每种情境的公司现值，得到670万美元的价值。这家VC所要求的最低持股百分比是59.7%（用400万美元除以上述所计算的价值670万美元）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

这种第一芝加哥法允许人们分析若干种如果–怎样的情境。不过，这里有一点需要注意，即这个例子的假设是一种增长率、不变的利润率和一样的贴现率。它还假设：这家VC愿意基于这种方法计算的预期价值，做投资决策。[6]在许多实例中，分析师通常需要对这些假设做些改变。在日常的具体实践中，面对眼前的投资机会，分析师会考虑一组合适的可能情境。

基本法

基本法类似于多期贴现法（在本章前面有过阐述并在第8章有详尽的阐述），采用的是一种贴现未来利润的分析。不同于前面两个方法，只是聚焦假设的套现日，这种方法考虑的时间跨度较大，既包括套现事件之前的时期，也涵盖套现事件之后的时期。

就像第一芝加哥法，这种方法既有直觉的特性，也有易于复制的特征，且假设之简单也一如既往。表18-3例解了如何根据基本法进行价值计算的过程。

表18-3　基本法　（单位：美元）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

年份	收入[①]	收入增幅（%）	净利润率（%）	净利润	现值因子[②]	净利润现值
1	3 750 000	50	18.0	675 000	0.714 3	482 153
2	5 625 000	50	18.0	1 012 500	0.510 2	516 578
3	8 437 500	50	18.0	1 518 750	0.364 4	553 433
4	12 656 250	50	18.0	2 278 125	0.260 3	592 996
5	18 984 375	50	18.0	3 417 188	0.185 9	635 255
6	26 578 125	40	17.0	4 518 281	0.132 8	600 028
7	34 551 563	30	16.0	5 528 250	0.094 9	524 631
8	41 461 875	20	15.0	6 219 281	0.067 8	421 667
9	47 681 156	15	14.0	6 675 362	0.048 4	323 088
10	52 449 272	10	14.0	7 342 898	0.034 6	254 064
终值[③]				52 449 272	0.034 6	1 814 745
拟算的权益市场公允价值						6 700 000

①最近12个月的收入是250万美元。

②现值因子的基础是40%的贴现率和采用（利润或现金流）年终发生制。

③终值的计算方法是：用第10年的利润除以14%的资本化率，再在第10年年底用40%的贴现率予以贴现。在计算14%的资本化率时，是假设成熟期的贴现率为18%，而长期可持续的增长率为4%。

你可能争辩道，应用这个方法所需的预测带有很浓的推测色彩。不错，现实情况就是如此——用于估值创业企业的任何方法，都有很大的推测成分，而且还充满着不确定性。预测未来几年的退出，同样是一种推测行为，因为我们没有能力预测未来几年的经济周期、市场行为和IPO的机会。这个方法的好处是：它需要想透公司在自己的生命周期里需要经历的一些因素，比如收入的增幅、收入增幅（不可避

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

免）的减速和不同的盈利能力。针对这类因素，还要考虑市场份额和市场渗透力等。这种方法还能展示追加亏损的影响（没有表现在这个例子里），直至公司的地位稳定为止。对随后几年预计会大额亏损的早期公司，这种方法仅能起到一个价值的核对作为。

收入倍数

如其名称所言，收入倍数是一个要乘以公司收入（一般是基于责权发生制，而不是收付实现制）的因子。这种收入既可以是未来12个月的（领先型），也可以是当期财年的（拖尾型）。就像对任何企业的估值一样，这种收入倍数可能是建立于一个样本量的类比上市公司或类比并购交易。这种收入乘数往往用于处在发展早期的公司——一群几乎没有任何利润的公司。这种倍数明显地内含着一些劣势，如没有考虑下述各项的差异：利润率、资本支出和经营资金的需求、研发的时间和强度以及营销和生产的间隔期。尽管如此，但作为核对其他方法所求价值的一种方式，它们既简单又快捷。

[1] James L.Plummer,QED Report on Venture Capital Financial Analysis(Palo Alto,CA:QED Research,1987).This section is sourced from Section 2 “,Summary of Valuation Methods Used by Venture Capitalists.”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

[2] 此外，还可以使用其他的倍数（比如，收入的倍数或其他盈利水平的倍数）。

[3] 就像QED调研报告第2-7页特别提到的，第一芝加哥法在下述两篇文章中有较长的阐述：Stanley C.Golder,“Structuring and Pricing the Financing,”and in Stanley A.Pratt and Jane K.Morris,Guide to Venture Capital(Wellesley,MA:Venture Economics,1986).

[4] 原文为“A time factor of 7 years is assumed for the Success Scenario”，疑有误，应为“A time factor of 5 years is assumed for the Success Scenario”。——译者注

[5] 原文为“5 for the Sideways Scenario”，疑有误，应为“7 for the Sideways Scenario”。——译者注

[6] 参见帕拉莫的《QED调研报告：风险投资的财务分析》第6章，可以进一步了解第一芝加哥法的风险偏好处理方式，以及在评估流动性偏好和基于交易价值的认沽权证的影响中这种方法的使用情况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

估值创业企业的概率权重情境法

QED调研报告用例子阐述了一些VC用来估值创业企业的若干方法。同时，它还向我们展示了VC常常使用倍数法。这种事实（结合传统估值法的使用）意味着倍数估值法应该基于具体公司的发展阶段和其他特性，应用于创业企业的估值，并根据它们结果出现的概率和被估公司的相关度进行加权平衡。

传统的概率分析法需要辨识可能的结果（即乐观的、很有可能的、悲观的），然后权衡每种情况发生的可能性。当然，这些结果取决于公司实现下述关键指标的能力：最常见且有针对性的收入、经营利润率、再投资金额以及最终的现金流。上述的每个指标都作为一个变量出现在这种分析里，能生成一组或一套电子表格的潜在结果。

高科技创业企业的估值应该把所有的方法都考虑进去，把它们的结果视作不同情境下的价值形态，并按截至估值日的预期赋予它们不同的概率权重。特别需要提出的是，估值高技术创业企业应该采用概率权重情境法（PWSM）——即全额已投资本法（在本章下一节将会介绍），一种可以对权益资本进行分配，以便对普通股进行估值的方法。还可以应用VC们所用的经过调适的第一芝加哥估值法（本章前面予以了介绍），并结合运用分配权益价值的概率权重预期回报法（下节介绍）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

概率权重情境法（考虑若干结果的情境）是估值高技术创业企业的有效方法。这种方法能考虑到不同时点的各种退出方式：通过出售或IPO、非上市情境（用长期业绩的预测确定价值形态）以及在商业模式无法实现时的清偿情境。

就像我们已经用了大块篇幅讨论的那样，在高技术创业企业的估值上，有许多需要考虑的问题。概率权重情境法可以抓住许多这类需要考虑的问题。它是由四种主要情境和多重二级情境构成。这4个主要情境是：

（1）卖给第三方（市场法）；

（2）上市（市场法）；

（3）保持非上市状态（收益法）；

（4）清偿（资产法）。

二级情境涉及主要情境里的多重可能性（如以不同的日期和价值实现的公司出售或IPO）。在这些情境中，赋予每一种一个相应的概率，以便求得一个价值。为了通过例解来说明这种方法，[1]假设我们正在估值Ahdkee技术公司，一家4年前开始经营的公司，2年之后取得了它的第一笔收入，但直到下一年才开始创造利润。我们假设，在深

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

入分析了它在市场上的当期地位和发展阶段后，该公司有7种可能的情境。

第2年出售。Ahdkee在第2年出售时的估值为7000万美元——10%的概率。

第3年出售。Ahdkee在第3年出售时的估值为1亿美元——20%的概率。

第4年出售。Ahdkee在第4年出售时的估值为1.5亿美元——20%的概率。

第3年IPO。Ahdkee在第3年IPO的估值为1.8亿美元——10%的概率。

第4年IPO。Ahdkee在第4年IPO的估值为2.5亿美元——15%的概率。

保持非上市状况。没有发生任何市场交易，Ahdkee继续按照它的商业计划独立前行。在这种情境之下，基于贴现现金流分析，它的价值是5000万美元——20%的概率。

Ahdkee的清偿退出。不能成功地调适自己，无法适应快速演进的技术和竞争环境，无法继续前行。在这种情境之下，它的价值是100万美元——5%的概率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

就像在这个例子里看到的以及在表18-4中解读的，4个主要的情境都考虑到了，还外加了公司潜在出售或IPO的多重情境。在概率分配上，考虑的因素包括以下两方面。

• 在第2年和第4年之间，Ahdkee成功进行IPO或出售的概率为75%，如果这种套现事件没有发生的话，它维持目前现状持续下去的概率为20%，企业经营失败的概率为5%。

• 市场认为，该公司成功进行IPO的概率（25%）要小于公司出售的概率（50%）。

表18-4　估值高技术创业企业——概率权重情境法　（单位：千美元）

	已投资本的拟算价值	贴现因子（40%）	已投资本现值
情境 1：在第 2 年出售	70 000	0.510 2	35 714
情境 2：在第 3 年出售	100 000	0.364 4	36 440
情境 3：在第 4 年出售	150 000	0.260 3	39 045
情境 4：在第 3 年 IPO	180 000	0.364 4	65 592
情境 5：在第 4 年 IPO	250 000	0.260 3	65 075
情境 6：保持私营状态	50 000	1.000 0	50 000
情境 7：在第 3 年清算	1 000	0.364 4	364
	已投资本现值	概率（%）	已投资本的概率权重价值
情境 1：在第 2 年出售	35 714	10	3 571
情境 2：在第 3 年出售	36 440	20	7 288
情境 3：在第 4 年出售	39 045	20	7 809
情境 4：在第 3 年 IPO	65 592	10	6 559
情境 5：在第 4 年 IPO	65 075	15	9 761
情境 6：保持私营状态	50 000	20	10 000
情境 7：在第 3 年清算	364	5	18
市场公允价值			45 000

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

为了测试3种出售情境中每一种的价值预期，采用了市场法中的交易估值法（见第11章）。它涉及4个步骤。

（1）选择合适的交易。这些交易所涉公司的特征：与Ahdkee公司有类似业务线和（或）其他类似特征（包括向类似顾客出售产品）。找到了总共30个相关的交易。

（2）分析所选交易。平均的收入倍数为3.4，而中位值是2.6。最低的倍数是0.1，最高的是22.4。就这些交易而言，第1个四分之一百分位反映的收入倍数是0.9，处在第3个百分位的收入倍数是3.5。这里只使用了收入倍数，因为Adhkee还没有利润，或它没能创造足够多的利润，给出一个有意义的利润倍数。

（3）复核每种情境的收入倍数。对于情境1，隐含的收入倍数1.46（采用第2年的预测收入计算）处在整个倍数值范围的底端，在第1个四分之一百分位0.9和中位值2.6之间。对于情境2，隐含的收入倍数是1.74（采用第3年的预测收入计算）。对于情境3，隐含的收入倍数增加到2.17（采用第4年的预测收入计算）。在第1年和第4年之间，预测的收入是按照年均20%的幅度增长。

（4）确定合理性。基于这个分析，由Ahdkee管理层估算的交易价值范围看起来是合理的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

为了测试这两种IPO情境的价值，使用市场法中类比上市公司法（也是第11章的内容）。它也涉及4个步骤。

（1）选择合适的类比上市公司。所选上市公司具有Ahdkee类似业务线和（或）其他类似特征（包括向类似顾客出售产品）。找到了总共8个相关的上市公司。

（2）分析所选上市公司。平均的收入倍数为4.0，而中位值是3.6。最低的倍数是1.9，最高的是5.5。相关交易的第一个四分之一百分位反映的收入倍数是2.5，处在第三个百分位的收入倍数是4.5。

（3）复核每种情境的隐含收入倍数。对于情境4，隐含的收入倍数3.13（采用适用于那个情境的第二年的预测收入计算）处在整个倍数值范围的底端，在第一个四分之一百分位2.5和中位值3.6之间。对于情境5，隐含的收入倍数是3.62（采用第三年的预测收入计算），处在这个类比公司样本的中位值3.6。

（4）确定合理性。基于这个分析，由Ahdkee管理层估算的IPO的价值范围看起来是合理的。

作为一种选择，在某些情况下（比如在制药行业）可以采用目标行业的实际IPO数据，检测这种IPO的情境价值。如果能够查阅足够数量的IPO资料，就能观察到一个系列的投前估值，并把它们与Adhkee假设的IPO价值比较。此外，还能观察到相对于最后一轮融资时完全摊薄

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

过的投后估值，在近年完成IPO的类比公司的投前估值。最后，可把同类公司最后一轮融资与其IPO之间的天数与Adhkee最后一轮融资结束与其正考虑的IPO情境之间的天数进行比较。

在Ahdkee既没有IPO也没有公司出售的情况下（即没有市场交易），管理层确信公司将继续按照其商业计划前行。此时，将会通过多期贴现法，利用贴现现金流分析（阐述于第8章），分析这种继续保持非上市公司的情境，得到的市场公允价值是5000万美元。

表18-5　核对价值：传统的VC估值方式

公司的现值	$\frac{R\times(1+g)^n\times a\times p}{(1+r)^n}$		
R = 收入	25 000 000 美元	25 000 000 美元	25 000 000 美元
g = 增幅	20%	20%	20%
a = 套现时的税后利润率	12%	14%	17%
P = 套现时的预期市盈率	20	20	20
n = 至套现日所需的年份数	2	3	4
r = 贴现率	40%	40%	40%
公司权益的拟算市场公允价值	44 100 000 美元	44 100 000 美元	45 900 000

清偿情境考虑的是：3年后，Adhkee在调适自己适应快速演进的技术和竞争环境方面，不成功的概率——尽管最近它也创造了收入，但它“烧”完了现金，没能募集到新的资金，最后，关门倒闭。但它能通过有序清偿方式，以20万美元的价值卖掉自己的固定资产，80万美元出售它的专利和其他知识产权，总共获得100万美元的清偿价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

既然Ahdkee用两年时间出售了产品，创造了收入，那么就可以认为公司是处在第二阶段或“拓展期”，就像在早先的“风险和贴现率”一节所示，适用于它的贴现率处在35%~50%这个区间。基于公司的各种具体因素，40%被认为是适用于Ahdkee公司的贴现率，并用它把各种情境贴现到现值，以确定公司的市场公允价值。

这个分析结果（如表18-4所例解）得出的市场公允价值是4500万美元。

一旦使用概率权重情境法确定了价值，就要对这种价值进行验证。由于被VC界广泛使用，而且相对易用，所以，传统的VC方法（例解于表18-5）可以用来确认求取最终价值的参数（在这个案例里，它们是利润率和市盈率倍数[2]）是否合理。此外，也可以用收入倍数，或对处在后期的创业企业，使用不同形式的利润倍数。通过这些价值验证所做的平衡调整，你可以评估创业企业价值结论的合理性。

[1] 这个案例研究是独立于本书其他的任何案例，目的不是为了温故其他估值法的应用，而是例解概率权重情境法的机理。因而，将会陈述而不是计算几个假设值。例如，将会直述贴现现金流分析法的结果，不会显示相关的预测和贴现率的推导过程。

[2] 相比于被分析的30家被售公司和8家上市公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

权益分配法

迄今为止，本章论述过的估值方法都是应用于创业企业的整体估值。有时，需要对公司的普通股进行估值。这会出现本章开篇所介绍的许多情形，例如，股份赠与、雇员股票期权授予或某些诉讼情形所需的估值，这些都要求估值穿越创业企业的总体价值，直面普通股价值。

如果一家公司的资本结构复杂，有不同种类的股票，对权益有不同的要求和权利，就需要做进一步的分析。在这种情形下，虽有不少估值普通股和优先股的方法，但最常用的两种权益分配法是概率权重预期回报法（PWERM）和期权定价法。它们可以把一家公司权益的总价值分配到其资本结构的相关成分，进而得到公司普通股价值。

按照概率权重预期回报法（PWERM），可以基于几个可能的套现情境对一家公司未来的价值进行分析。这些情境可能包括战略性出售或合并、IPO、公司解体（优先股得到所有的清偿款项而普通股一无所获），外加公司的非上市实体的价值（假设无套现事件）。可以在未来每个套现事件发生之时，利用调整过风险的贴现率，把这个套现的价值贴现为现值，确定每种情境的普通股价值。然后，按照每种情境发生的概率，对每种情境之下普通股现值进行加权平均，确定这种普

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

通股的价值形态。当存在着几种明显的套现情境时，一般认为这种方法较为合适。[1]

简而言之，概率权重预期回报法（PWERM）有5个步骤。[2]

（1）辨识对公司最有可能的套现事件，包括预期何时发生、每种套现事件发生的概率以及每种事件之下公司权益的价值。可以把所述的情境分解为四种类型（在前一段落予以了列示，比如，出售、IPO、不上市、清偿）。

（2）为所述的每一种套现事件，确定普通股价值。[3]

（3）为每一种套现情境确定普通股现值。

（4）把分配给每一种情境的概率，用于每种情境的普通股现值，确定估值日的概率加权价值。

（5）用价值验证分析，确定普通股价值及其所依假设的合理性。

期权定价法把普通股和优先股视作目标公司权益价值的看涨期权。在内含上，可以把普通股视作某种看涨期权，即它给予所有者一种权利，而不是义务，以事先确定的价格或行权价购买标的企业。这种方法对某些关键假设（如波动率）较敏感，而非上市公司很难做这种假设的预测。[4]当普通股股东可能的套现情境数量无法缩减至几种可能时，这种期权定价法较为适用。另外，要是预计近期不会有套现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

事件，这种方式就合适，因为这种方法认为：如果目标公司在估值日整体出售的话，它的普通股几乎没有价值，但它对公司未来价值有要求权，即超过公司优先股优先要求权的部分价值。[5]

概而论之，期权定价法分析包括6个步骤。[6]

（1）除了普通股期权的行权价值外，还要计算满足公司优先股优先清偿的价值。[7]这些价值或转换点是依托步骤3（行权价）或步骤4，计算公司权益价值中每种股票的新增百分比。

（2）确定公司权益价值中每种股票的新增百分比。这些百分比用在步骤4，以把这些期权的价值分配到每种股票上。

（3）用诸如BSOPM这种期权定价模型，计算行权价等于转换点（步骤1确定）的看涨期权的价值。

（4）确定每种股票价值——基于刚才计算的看涨期权价值和每种股票对这些价值的要求权。

（5）对这些普通股没有经过调整的价值，用一个变现性不足的贴现率确定它的公允价值。

（6）用价值验证分析，确定普通股价值及其所依假设的合理性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

当估值高技术创业企业的目的不是出售公司、IPO或募集新一轮资金时，往往只需要对公司的普通股进行估值。最适于运用概率权重预期回报法（PWERM）的情形是：公司未来适合于套现事件的情境有好几种，包括出售公司的可能及其出售的时机，并能合理评估估值参数。最适于运用期权定价法（OPM）的情形是：一轮融资刚刚结束或普通股股东可能的套现情境无法缩减至几个可能性情境。此外，还有其他的权益分配方式，但在实践中用得较少。

[1] AICPA Task Force,Valuation of Privately-Held Company Equity Securities Issued as Compernsation,pp.59-61.

[2] Francis D.Mainvile,“Using the Probability-Weighted Return Methodology to Value Common Stock,”Valuation Strategies 12,no.3(January-February 2009):p.15.推荐读者研读这篇文章——它对概率权重预期回报法有更深入的阐述，并有详尽的案例应用解读。

[3] 这也可以用来估值其他类别的股票。

[4] 公司权益未来预期回报的标准偏差。

[5] AICPA Task Force,Valuation of Privately-Held Company Equity Securities Issued as Compensation,pp.61-62.

[6] Francis D.Mainville,“Using the Option Pricing Methodology to Value Common Stock,”p.18.推荐读者研读这篇文章

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

——它对期权定价法不仅有更深入的阐述，而且，还有详尽的案例应用解读。

[7] 三　更复杂的资本结构可能需要一个追加转换点的计算，包括计算把优先股转为普通股这个点的价值（如果优先股为非参与型或为最大参与型等）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

结论

在提供潜在高回报的同时，高技术创业企业也位于风险最大的投资之列。在这类企业的投资选择中，关键是要找到好方法。这种理智的选择之旅，始于公司的内部能力和外部环境分析，辨识公司的优势和劣势。细心关注公司的成长进步，认真评估公司成功路上变幻的风云，是缜密且不断更新的商业计划所不可或缺的内容。高技术创业企业的估值是非常复杂的过程，并带有很大的主观性。此外，做正确的假设是一件充满挑战的事情，但为了对它们进行估值并确定前进的路径，我们必须确定这些假设。在估值创业企业的过程中，若要评估影响企业价值的一组可能因素，就应该运用概率加权情境法。总之，借助本章所介绍的那些方法，可驱散缭绕于创业企业估值周围的多数迷雾，为这类估值活动带来更多益处。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第19章 跨境并购[1]

和传统的并购一样，影响跨境并购成功的因素很多。不过，跨境并购平添了一个量级的复杂性，需要我们认真地斟酌和评估。在当今全球化的市场里，跨境并购活动变得越来越普遍，即便是中等规模的企业，也概莫能外。在几个不同国家，同时具有经营性分支机构的非上市公司，已经不是一个罕有的现象了。在很多情况下，这是一个必需的公司业态——无论是为了竞争优势的获取，还是为了维系与跨国公司的客户关系，或是为了生存。

跨境并购流程内含失控的风险，但如果操作得当，则会带来巨大商机。本章将主要聚焦并购交易的战略性买方，因为多数相关决策都是从这个角度展开的。在出售方，多半会有一个投资银行襄助。尽管如此，在本章最后一节，还是涉及了某些卖方情形。

[1] 本书作者十分感谢思德·雪沃对本章所做的贡献，思德·雪沃（CPA，CM&AA）是Hunter Wise金融集团有限公司（休斯顿，得克萨斯）的执行董事，公司网址www.hunterwise.com。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

战略买方的考量

在收购目标的选择上，有两个关键的标准：按照公司的整体战略规划、提升股东价值和促进目标公司的发展。除了确定关键价值动因外，公司的整体战略规划必须评估各种各样的问题和关注点——这些是确定收购的相关商业依据。一旦启动了相关流程，明智的战略家会制定一个预测时间表，涉及成功完成交易所需的所有关键行为。为此，可能需要找出公司的可用人才，开始组建各种所需的团队、启动特种工作小组，并按时间排序那些衡量关键行为的里程碑。跨境交易内含的几个关键挑战需要特别关注（见表19-1），而且，我们会在本章逐步予以更详尽的阐述。

表19-1　跨境并购的主要挑战

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

- 一致认可的评估值
- 文化的契合
- 财务报告的内容
- 合规性（以政府的和监管机构的法律法规为基准）
- 汇率的起伏
- 衡量主权具体风险要素的敞口
- 税法
- 证券的可转让性
- 融资
- 收购后的融合
- 组织结构及其治理

产品和服务

作为起步，必须评估目标公司的产品和服务，以便确定双方业务是否存在适配性、是否内含发展机会和公司价值增长的潜力。在从事这类分析时，必须考虑的问题有：把这些产品与收购方已有产品组合在一起的有效性、客户群的扩展性、交叉销售的机会以及这些产品的总体品质（特别是在涉及制造类产品时，更应该注意这个问题）。

需要认真审视客户群、企业优势、市场深度及品牌影响力能否惠及其他市场。与之相伴的关键问题是：要明确这些产品的市场是否多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

半具有区域性，这个市场是否接受新增产品，是否具有成长性或是处在收缩阶段，以及这个区域市场的经济环境。

可度量性是评估这些问题时的一个关键考量，也是一个重要的焦点。例如，是否有下述机会的存在：分享或降低成本、分享客户通道、改善现有设施的使用效率（实现可见的协同效益），或利用已有关系实现收入或利润的大幅提升？

还需要考虑的关键问题有：产品的竞争力、市场份额、技术进步以及一般市场地位。

组建团队

在考虑跨境交易时，一个重要的事宜是组建合适的团队，从事下述各项工作：企业战略分析、谈判、尽职调查以及下述问题的分析：财务问题、法务问题、工程问题、地缘政治、劳工问题以及文化适配问题。

为了确定这种机会是否值得推进，做企业战略分析的人员需要包括，早先可研阶段提到过的那些团队成员。这里的评估涉及企业的前景，需要考虑企业的内在优势和劣势，以便确定哪些地方呈现的机会最大，或需要克服的挑战最大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

仅就启动这个流程而言，挑选合适的谈判团队也是很重要的。这个团队需要精通公司的市场、文化、声誉、决策人物以及潜在的估值参数。

要完整地理解对方的文化，全面调查和熟悉与个人风格和习俗相关的礼仪。各国谈判的处理方式可能不同，这取决于地区的风俗习惯，甚至触及谈判时间表的制定问题。在谈判成员之外，这个团队还必须包括地方法务专家——他能够引导收购公司遵循当地法定的公告要求、处理地方披露问题，并满足正常交易的基本要求（包括政府介入和任何审批要求）。各国通常对信息披露都有要求（对收购方可能是正常的或不正常的），这些可能对交易结构和谈判的操作方式（包括保密问题）产生影响。

地方和公司的法务团队必须齐心协力，不仅要设法了解当地的商务环境，而且还要清楚某些地区的商业行为滋生的障碍。除了在美国本土收购外国在美国的分支机构外，美国公司在考虑跨境收购时，还必须考虑《国外腐败行为法案》的相关条款。另外，还需要考虑和评估董事和高管与跨境交易相关的法律义务。就建立一个综合团队而言，下述相关的专业知识是必不可少的：财务、税务、货币、劳务、法务、政府监管和企业组建。

把这些事项拆分来看，要想使交易获得成功，每一项都需要有一个精通相关知识的专业团队。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

例如，在一些跨境交易中，融资可能最终是一个很麻烦的问题。在这里，与资金募集相关的问题，以及所有权与留置权的匹配问题，给我们带来了非同寻常的挑战。而且，由于法律结构的明确或不明确问题，放款人、投资者或资金提供者都必须有某种担保，以便已投资金得到某种程度的保障。因而，要想完成收购融资，不仅需要有更多其他有吸引力的资产，而且，需要这些资产极具创意的组合或留置权。在交易结束之前，与融资相关的任何意外，都会带来成本高昂的耽搁。所以，除非有唾手可得的收购支付资源，而且是作为已有战略发展规划的关键要件存在，否则必须提前考虑好跨境交易的融资计划。

税务问题

税务对一项交易的最终成功有着很大的影响。懂得税收结构和汇返应税资金的能力都很重要。对于公司的预扣税，许多国家都有严格的政策，而且可能对资金进出国门都有限制。有些税务问题关系到相关条约，所以，必须完全弄明白条约里与预期交易相关的条款。转移定价（相关公司间商品的汇率）可能内含严重的税收后果。全球各国的税务当局对定价和用于跨境交易的方式都很敏感。

就货币而言，一个关键的考量是货币的相对优势和汇率，以及它们对下述事宜的影响：国内或国外的未来业务、产品定价的内涵、竞

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

争力以及地区金融基础的稳定。一种货币的估值变化或调整可能对一项资产收购后的所携价值有很大影响。在这里，确定交易运作所用的名义价值是一个重要的事项。

劳务事宜

劳动法和习俗在国与国或一国各地区之间的差异很大。要想成功，彻底了解劳动法非常重要。在发达地区与新兴地区之间，与收购相关的劳务事宜的差异也非常大。与劳务问题相伴的，可能会有一些下述的地区政策要求：投资基础设施、雇用一定比例的当地人、培训当地人从事某些工作；社会保障税和其他要求可能很独特或需要特别关注；员工裁减或可能出现的其他相关问题，可能需要完全不同的处理方式或涉及政府干预。

收购实体

就组织结构、治理要求、表现形式和信息披露而言，收购一家目标企业所需的公司结构或实体形态可能完全不同。一定要找出通晓所有实体形态相关事宜的顶尖人才。

地缘政治问题

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

若要认真分析那些具有跨境色彩的合并、收购、企业组合或合资项目，政治问题的考量就很重要。政治、经济和安全问题，每一个都值得认真地检视和评估。许多国家正遭遇骚乱，并伴随政治权力更迭，导致经商环境的改变，有时还会带来巨大的灾难。你必须清楚局势的控制人是谁，政治权力是如何行使的，以及政府的稳定程度。历史上，国家都曾经历过革命、政变和产业国有化，所有这些多半还会持续存在。在采集这些数据的过程中，一定要记住：稳定是相对的，并且，现实的做法通常是只做一个近期评估。当期的政治事件不仅能影响一项并购，还能使计划中的并购交易夭折。

某些地区的已有经济现状可能影响政治决策，必须对其进行认真的研究分析，以防其促发政治政策的改变。

安全保障的风险也是一个令人担忧的问题，影响人员、产品和原材料进出该地区的便利性。对这些地区进行评估，确定它们对外国财产权的接受程度或是否潜藏报复心理也是关键的风险考量。精通跨境交易的公司通常都会使用安全专家，不仅为公司提供有关这些地区的相关数据资料，而且还为公司做地缘风险评估（收购交易分析的一部分）。

交易估值问题

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在准备收购的过程中，必须计算目标公司的初始估值范围。在这个计算中，分析货币的相对强弱在跨境交易中极其重要。货币的强弱通常会影响一家公司愿意支付的金额。具有强势货币的收购方最终支付的钱会少些；相反，如果收购方的货币相对弱于目标公司的货币，那么，收购就会变得更加昂贵。基于比较目的，估值流程可能要求把公司财报从一种货币转换成另一种货币。

为了确定目标公司最初的价值范围，需要对下述各项进行分析：经营现金流、资本支出的需求、预期的协同效益、资金成本、增长假设和内含风险。对于估值阶段所做的收购后的假设，货币的相对强弱会有很深的影响。这通常取决于一个货币的市场地位。如果这个货币波动很大，那么，收购交易的事后事项（包括盈利兑现条款和卖方融资票据）会受到很大影响。

在为交易估值目的做公司分析时，就要回头看看过往的资本支出。除了对购买这些资产的融资假设外，必须融入这个融资模型的还有对改进设备和设施的资本需求（用于支持计划中的增长所需）。

需要考虑可见的协同效益，以便确定是否会有改善型利润（源自已有工作岗位的重复或重叠）和成本的下降（源自增强的购买能力或买家的分销渠道）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

基于收购方的财务状况，一项收购可以通过多种方式融资，包括发行股票、从传统的渠道借款、与其他融资渠道共享机会、使用已有的现金或使卖方负担部分购买价格——抑或通过卖方融资票据或盈利兑现形式。收购方一般都有一个既定的资本成本和设法从收购项目获取的预期回报率。在这个阶段，一般都会做一个财务模型，襄助选择最合适的收购条件和交易结构，以便获得最低的资本成本和为所用资金挣得最高的预期回报率。

为了确定预期会产生的整体的有效回报率，在做贴现现金流分析（基于相关收购）和在拟定退出点的预期终值的计算上，需要考虑上述所有这些因素。当然，还可以采用本书讨论的其他估值方式。

1. 货币换算的问题

为了考虑贴现现金流分析和整体估值的货币波动问题，可以使用国际费雪效应来平衡或制定货币间的平价。这种做法的理论基础是利率平价原理，即货币汇率的预期变化，取决于每个国家彼时所有利率的当量差。汇率差异一般归因于相关货币的期货（或远期）汇率和当期（或即期）汇率。理论上，利率较高的国家易受通胀之害，而且，相对于通胀环境较低的他国货币而言，这种货币从长期看会贬值。对于在发达国家发生的收购，使用利率平价理论效果更好，因为这些国家的货币有着相对的稳定性。在确定是否使用即期汇率或未来的预期汇率，并把它们融入通胀预期时，通胀或潜在通胀会是一个相关的因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

素。除了贸易额和其他的环境考虑外，在建立各国间的货币汇率时，要把这些因素考虑进去。

收购方可以选择对冲的方式，使自己免受货币风险的敞口之害。通过对冲，它们能够有效地稳定货币波动，因为它们把自己的风险转移到乐于投资相关国家货币的其他机构身上。就概念而言，它的运作很像保险业务：以一个可以接受的成本（相对于敞口风险而言），对相关货币的动荡和波动投保。做这种对冲的具体方式有：买卖场外的远期货币、购买期货期权或使用交易所买卖的期货。芝加哥商品交易所是从事货币交易的最重要的交易所，电子交易一天24小时都在运营。最著名的报价信息服务商，如彭博（Bloomberg）和路透（Reuters），都能及时提供实时报价等相关信息。

在实际操作中，通常是用挂牌的货币汇率把资产负债表不同时点的过往信息，从目标公司的货币转换到收购方货币。过往利润表的转换计算通常采用年度平均汇率。过往现金流的货币转换计算，一般是采用一种组合方式，即基于分类事项与财务事件时序相结合的货币转换汇率。人们通常是基于现有的汇率预测未来的财务数据（依据来自某些经济报告的预期通胀率或通缩率进行调整）。另外，在由国际货币基金组织（IMF）发布的研究报告里，可以找到一些国家和全球金融未来的预测信息。下述摘录文字出自与这种分析相关的报告（来自国际货币基金组织网站）：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

世界经济展望……呈现国际货币基金组织职员对全球经济发展的分析和预测，同时，还包括了大的国家群组（按地区和发展阶段等分类）和许多单个国家的经济分析预测。除了经济发展的分析和预测外，它还聚焦主要的经济政策问题。世界经济展望通常是一年编制两次，作为国际货币和金融委员会的会议文件，并成为IMF从事国际监控的主要工具。[1]

2.国际资金成本

国际资金成本的考量是一个类似货币转换的问题。众所周知，由于政治、监管和经济环境的差异，国与国之间的投资风险各异。虽然美国和英国的这种差异很小，但美国和发展中国家的差异很大。就国家风险因素调整相关的回报率可能不精确，但一个近似调整值也会有助于推导出适用于某个既定国家的回报率。

接着，让我们概述一下国际资金成本的调整方法，顺便给大家提供更多的具体信息来源。在公司的资金成本里，除了股权、规模和具体公司的风险因素（如第9章所述），还必须对公司暴露的国家风险敞口做一个评估。在美国，这种风险评估方法是新添一个风险增量于投资回报率（利用资本资产定价模型或拓展模型推导出的回报率）。许多行业人士是从《全球国家风险指南》获取这种国家风险的增量。[2]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

把资本资产定价模型（CAPM）的企业格式转换为具体国家的格式，你需要一个相关国家的三个数据：无风险利率的代理指标、该国家的贝塔值以及这个具体国家的股权风险溢价。每国用来推导具体国家股权风险溢价的无风险利率，通常选自各国长期政府债券的回报率（IMF会提供这个数据）。具体国家贝塔值的估算方式是：把特定国家的指数波动率相比于世界市场的波动率——世界市场的波动率由不同国家的股票指数构成，例如，把标准普尔500作为美国的相关指数）。在国与国之间，在不同程度上，这个方法受制于相关数据历史期限的不足，即在有些国家，这种数据的所存期限较短，不足以构建出让人们信赖的股权风险溢价。

在数据有限和仅有本书阐述内容的前提下，不推荐使用这种方法。若想了解有关这种方法的更多信息，请联系晨星公司[3]索取《伊博森国际风险溢价报告》和《伊博森国际资金成本报告》——前者提供多达16个国家的股权风险溢价的历史数据，后者包含了超过170个国家的股权成本评估数据。另一个数据来源是阿斯沃斯·达莫达兰教授的网站，[4]除了丰富的财务数据外，还包括基于穆迪所评国家主权信誉等级的其他市场的风险溢价。大摩指数（MSCI Barra）[5]提供了大量与全球投资建议相关的指数信息和深度研究，有助于跨境收购分析之用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

对于特定国家的CPAM转换，只需把国家风险这个成分加到资金成本里，这不是一件很复杂的事情。如果需要另一个国家的投资回报率，可以从刚才列示的信息来源（以及其他知名的信息来源）获取所需数据，然后，再为在具体国家进行投资做出最佳的决策选择。在评估这种风险调整成分时要小心慎重，它可能已经在某种程度上表现出来。特别是涉及新兴市场国家时，这种调整成分反映在它们的无风险回报率里。在考虑到这种调整时，为了避免高估这种风险的可能性，建议考虑聘用标准普尔或穆迪投资者服务公司，来确定相关主权债券与美国政府债券的利差。

在CPAM模型中，还有另一个需要做调整考虑的潜在金融风险：相关的违约风险或信用风险，包括正经历快速发展的新兴国家不断上升的负债成本。虽然可以监控这种风险，但除国家层面的风险，还有地区或省级层面的这类风险。

为贴现现金流模型的收益挑选的税率，多半是目标公司收益获取地的税率，但如果打算把利润汇返给收购方，那么，就应该考虑在外国所付税款但在收购方所在国予以抵扣的影响，以及有效税率的问题。

一旦讨论过这些问题并选定税率，那么建立估值模型的下一步，就是根据目标公司的未来预期测试该模型的理论评估值，以便对估值模型做进一步优化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一旦可能，收购团队应该与卖方的管理团队见面，一起评估企业成长的前景。为了构建一个结构合理的模型，必须基于这些沟通的结果，就收入和利润的可能增幅做一些假设。要想读懂眼前的机会、清楚其提升未来价值的潜力，并理解（用于最终购买协议的）最终估值，卖方管理团队所做的假设是一个关键的部分。

减缓收购风险永远是一个需要斟酌思量的问题。基于可能的意外结果，某些风险（如果知道的话）可能会引起估值的调整。有些风险可能不那么容易量化，需要利用缜密的交易结构技术。比如，当面临这类风险时，可就整个收购价格的支付设计一个更长的时空框架。可能需要推迟部分收购现金的支付，直到相关风险显露、被读懂、被量化或不复存在。对于重大的不利事件（如果出现的话），需要考虑退单的可能性。

一旦分析流程做完，估值范围确立，谈判团队就可以开始讨论。估值会是一个热烈争论的范畴，而且为了支持和捍卫自己的分析，谈判团队需要做好充分的准备。就像面对任何类似交易一样，需要考虑各种各样的情境，平衡收购方和目标公司之间的估值差异，拿出有创意的解决方案。

初始谈判

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在目标公司的商业价值被认可、估值范围得以确立、董事会允许项目继续推进之后，在某个节点上会签署意向书，或签订保密但无约束力或有些许约束力的理解备忘录，概述所拟交易的一般条款、所定期限以及针对无法预料事件的不可抗拒条款。在构思和谈判这些文件的条款时，通常会有代表相关方的投资银行专业人士介入。作为中介出现的投资银行，能起到桥梁的作用，沟通不同谈判风格中的文化问题。随后，当大家都同意可以继续向前走时，正式的尽职调查就开始了。

[1] IMF ：www.imf.org.

[2] International Country Risk Guild（East Syracuse，NY：The PRS Group，Inc.,2009）.

[3] http:/corporate.morningstar.com。

[4] www.damodaran.com。

[5] www.mscibarra.com。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

尽职调查

在跨境交易中，彻底的尽职调查不仅会极为乏味，而且十分困难和昂贵。尽职调查团队必须花大量的时间做事前计划，确保下述事宜的有序推进：明确相关的重大问题并把它们整理出来、如何有针对性地进行沟通，以及如何协调整个尽职调查流程。在这些问题中，许多应该在商业可行性规划阶段就梳理出来。在这个节点上，最重要的是分析和测试那些相关的假设，方法是直接审核文件、访谈相关雇员，并仔细分析客户、供应商和产品。

一般来说，任何并购交易的尽职调查都是一个寻找真相的过程，目的是为了澄清和理解或辨识不那么容易显现的问题。

尽职调查团队可能包括法务专家、财务专家、经营专家、工程专家、销售和推广专家、人力资源专家、税务专家和信息技术专家。就跨境交易所涉的技能，《环球并购交易尽职调查》一书提供了综合指南。[1]

法务专家会分析公司记录、股东备忘、合同、义务、所有权、产权结构、租赁、未决法律问题、已结索赔、未定权益、与其他相关国家的交易或销售有关的问题以及与现有法律的合规性问题。法务尽职调查的相当部分，不仅与产品或工艺流程的知识产权相关，而且还与

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

它们的保护是否到位有关，可能要考虑由收购方来转移这些知识产权及其所需的保护。法务团队还可能要审核与产品保修政策、产品责任险和保单相关的问题。此外，可能还涉及工会合同——这可能是由法务和人力资源专家共同审核。

在财务尽职调查过程中，这个团队会评估企业的财务记录、记录交易的系统、说明交易的方法、企业现金流的计算方法、编制财报的假设、财报编制人员的质量。通常，财务报表需要重新整理或科目重组，以便更好地与收购方的标准一致，确保合并公司的整体形象和品质。与此相随的是一些翻译需求，因为财务科目的名称可能是不同的语言，甚至可能是用一种方言描述一些科目。当然，货币表现方式可能不同，但我们需要这些货币不同时段的币值曲线，用以说明它们的波动起伏程度。理智还需要我们讨论各种报告和管理文档，此外，还应该与外边的会计师事务所讨论目标公司的财务报告。

如果这家公司是一个制造商，大量的时间就会用于分析它的成本核算法——用于计算存货余额，以及计算用于确定企业毛利的已售商品成本的金额。同时，需要花时间和精力的，还有与销售额、应收账款、存货和应付账款相关的结算日和截止日的会计政策。财务尽职调查团队要评估和分析现金管理流程，有关客户和供应商的相关合同条款，以及与应收账款回收和应付账款付款周期相关的企业做法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

除了成品的质量外，经营和工程团队成员感兴趣的还有：制造和分销流程、设备和设施的质量以及生产和工程人才。需要审核诸如ISO[2]9000或9001等质量管控认证书，外加生产和质量控制文件、安全手册、安全记录和其他相关文件。还要对经营效率进行分析，内容包括废品率、存货、生产和监督控制。要把用于工厂和设备的管理系统（即所谓的SCADA监督控制和信息管理）与当期最先进的系统进行比较，以便确定所用技术是否先进或需要升级。至于团队的其他专家，还包括检验生产流程的原料质量和等级的金属专家，擅长计算和规划劳动费率和管理费率的成本估算师，以及评估已有流程的效率专家。机械专家的介入通常是为了确定机械的定期保养是否一直在做，确认现有设备的寿命，并明确是否有任何需要修理的问题。

设施需要评估的问题是数量是否足够、使用是否安全和可用效能如何。如果战略规划要求经营业绩大幅增长或预期它会大幅增长，一个非常重要的评估点就是要确认设备和设施能否支撑这种高增长。

销售和推广团队成员需要评估下述各项：公司客户、客户集中度、地理区域、在已有客户群交叉销售其他产品的机会、可否把产品拓展到其他地区或其他客户群和市场，或产品是否重叠以及现在所用的销售和推广方式。在产品定价和市场地位之外，产品品牌和声誉也是一个需要考虑的问题。还必须确认公司是高端产品的提供者，还是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

低成本产品的提供者，在多大程度上合并后的公司会有经营的适配性。

这个团队要基于竞争对手的产品评估目标公司的产品，计算总体市场规模和需求，确定相对的市场份额，并评估还能够争取的市场份额。要基于购买模式、财务实力以及与公司的来往时长等分析客户。

销售团队成员要聚焦于各种销售文档、分销渠道、捆绑其他产品的能力、所用销售方式、带佣销售或非佣销售、销售电话报告制度、内部销售和外部销售、销售支持、售后服务和保修政策。推广和销售团队还要评估网站的配送系统、所递信息以及客户利用网站获取产品信息和下单情况。此外，还要考虑和评估分销渠道、货运仓储和产品送达的其他方式。

要考虑的其他因素还可能包括产品标签、商标、专利范围、广告方案、所涉行业、行业协会成员情况以及内含现有产品的整体产品蓝图。

人力资源需要考量的是与下述问题相关的政策：薪酬、福利、劳工法、披露事宜、文件编制、与劳动法的合规性，以及与培训、教育和雇员留用相关的政府要求。对于人力资源团队而言，它的一个很大的功能是评估文化的适配性、可能的语言障碍、目标公司对新政策和新流程的接受或黏着程度、它的工作作息时间、雇员对企业合并的整

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

体态度。由拉杰什・查克拉巴蒂等三教授从事的一项研究，讨论了跨境交易中的文化差异，并从历史角度总结了它们在并购交易的最终成功中所起到的影响。[3]

作为一个整体的公司雇员，能否接受新老板，是并购最终成功的一个关键要素，尤其是在出现了外国老板的情况下。

税务涉及的范围很广，包括报税的会计方法、外国辖区下的税收、资金的汇返、外国税收的优惠政策、州和地区的税收以及收购方和目标公司交易之后的相关问题，如转移定价问题、法定的政府预扣税以及就业和社会保障税问题。

鉴于这些地区的范围，税务团队需要许多地区的专家，包括目标公司经营所处地区，收购方注册地区，以及重叠的司法管辖区。还有一件必须做的事情，即制作一份下述各种文档的总汇：所有的报税要求、税收文件、税收协定、外国税收优惠政策、各种实体的税收规定以及其他相关事宜。

作为这个流程的一部分，必须审核税收的合规性，同时需要审核的还有目标公司对待报税和纳税的总体态度。

包括在这个流程里的还有：要确定用于收购的最有效的纳税方式，以及收购后的税收规划和相关的报税要求。也许，还有各种各样

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

有吸引力的税收优惠，但会要求企业遵循特定的手续或填报相关的文档。

在今日的全球市场，信息技术不可或缺。对于信息技术团队成员，他们需要分析的项目有操作软件、应用软件、相关硬件、知识产权、特许授权、特许授权的合规性、相关特许条款以及特许的可转让性。在这个领域，信息的渠道和保护是一个关键要素，系统的安全问题更是如此。此外，重要的还有与下述事宜相关的政策和做法：备用系统、信息备份、备用设备、软件版本和其他相关的事项。可能还需要把目标公司已有系统与收购方的系统集成在一起或安装一套兼容的系统。总之，IT系统的主要功能是使收购方在收购完成后，能得到连续不断的信息流。

一旦有了令人满意的尽职调查结果，正规的日常谈判会得以继续，包括文件的编制、观点的澄清以及交易类型的确定（比如是收购股权还是收购资产）。尽职调查的目的是设法发现隐藏的风险。在发掘问题的过程中，需要重点找出这样一类问题，即若采用收购公司股权的方式，它们会成为问题，但若采取资产收购的方式，它们却不是问题——因为资产收购不包括某些特定的债务。

之所以要做股权收购，可能存在着某些无法回避的商业原因，例如，若不进行股权收购，就难于使得现有合同继续有效，许可或特许权无法转移；在这些情况下，某些过往的风险可能会被搁置起来（不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

包括在合同里）或作为卖方的义务保留。但悬而未决的问题必须结案，而且双方必须就此达成一致，要么继续推进项目，要么到此为止。还要明确解决的问题有：收购文件的主导语言、适用的法律管辖权、用于交易款项的货币以及其他相关事宜。

为了确保企业间的无缝组合，收购方的整个团队应该对收购后的行动计划进行认真的调适。在这个节点上，目标公司和收购方的相关职员可以开始齐心协力，设法把关键的要件整合到位。为了完成收购后的事宜，需要建立有关下述事项的计划：数据转移、名称修改、雇员报告制度、银行关系、现金管理、时间表和资产负债表的编制、合同的转移以及其他相关事项。

在这个阶段，可能需要填报一些监管所需的资料并等待审批。根据相关司法管辖的不同，这个流程可能内含潜在的拖延。此外，还会由于各种原因，存在着收购项目无法获批的可能性。例如，美国国会通过了《2007外国投资和国家安全法案》，严密监控和核查国外对美国公司的投资，特别是下述敏感领域的收购项目：技术、货运码头、能源或其他会影响基础设施的领域。在欧洲，为了确保并购行为不会导致市场垄断或不公平的竞争行为，欧盟（UE）都要求辖区内的并购项目必须经过审批——无论是对区域内的公司，还是考虑在欧洲做业务的公司。在欧盟内部，这种管理机构被称为“竞争事务总局”。[4]类似地，美国有反垄断法，要求填报《哈特－斯科特－罗迪诺反垄断

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

改进法案》的相关表格，以便确定所呈收购案是否会导致反市场竞争的效果。当然，肯定还有其他的相关法律，但作为必须申报的相关法规要求，上述这些则是具有代表性的例子。若监管回复是肯定的，那么，这个流程就可以继续往前走。

[1] Arthur H.Rosenbloom,ed.,Due Diligene for Global Deal Making(New York:Bloomberg Press,2002).
[2] 国际标准组织（www.iso.org）是致力于全球范围企业流程标准化的组织。
[3] Rajesh,Chakrabarti,Narayanan Jayaraman,and Swasti,Gupta-Mukherjee,“Mars-Venus Marriages:Culture and Cross-Border M&A,”November 21,2005.Available at SSRN:http://ssrn.com/abstract=869307.
[4] http://ec.europa.eu/dgs/competition.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

卖方的考量

就卖家的角度而言，能使收购方实际完成交易是关键。投资银行的部分作用是评估收购方在下述事宜上的过往记录：是否成功地完成过跨境收购、收购企业的事后处理风格。此外，还要在下述方面对潜在收购方进行评估：是否有与监管要求不符的问题、是否不受政府当局的青睐或其他有碍其完成交易的问题。投资银行应该提供一个初始的价值范围和一个预期的分析架构（用于分析现金进项和税务处理或分析计划中的出售机会）。需要考虑的关键问题包括：最初签署的意向书、购买价格的谈判、现金支付所占比例、与拟用于支付的证券相关的问题（包括变现性、限制性或估值问题）、利益兑现条款、（以及第17章所述的）用于收购后使用的会计准则或方法。卖家需要有高智商的税务人才，评估所提交易的巨额税款事宜。

如果货币估值出现大的变化，那么这种用于收购和收购票据支付或盈利兑现条款的货币，会引起整体估值的大幅变动，并导致规划效益的重大变化。例如，若拟定的购买价格达成，但却有要在未来支付相关款项的余额；如果相关的支付货币贬值，那么卖家收到的经济价值要小于预期值。为了避免这种问题的出现，卖家可能决定对冲这种货币风险，锁定未来所收款项的价值，使这种风险最小化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在确定相关条款的强制性上，跨境交易合同中的陈述和担保部分可能特别麻烦。因而，作为一种保护机制，收购方可能会寻求把收购价格较大的部分先搁置起来不付或委托第三方保管。阀值和保留条款也会比通常的方式严格得多。由于这类交易充满不确定性，陈述和担保部分可能会相当长。为了确保理解跨境交易这类条款的内涵，卖家也需要一个法务专家协助把关。

最终的文件还有可能要翻译成另一种语言。要想构建法律上相互一致的文件，这种要求无疑又平添了另一层困难。在最后阶段，要做的就是签署和交换合同文件，支付资金或证券。至此，两家企业的全面整合开始。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第20章　并购估值：案例分析

若把本书所述理论和方法置于现实世界的情境，会更加易于理解。为此，本章阐述了一个综合案例，用以解读许多已呈概念的具体应用。卡文迪什海产品分销商并购案例所涉公司是一家虚拟公司，原型是作者评估过的多家公司。鉴于我们对客户保密的义务，此处的所有细节，包括用于类比的上市公司，都是虚构的。但我们确信它们代表了买家和卖家都必须准备遭遇的中等规模的并购市场环境。卡文迪什海产品分销公司或本案例所述的虚构上市公司、与任何现实公司的类似性，都纯属偶然。作为背景，我们还构建了一个一般化的经济和行业环境。本案例的设计是为了阐述一个基于所呈事实和环境的合理流程。它们可能不适合其他类型的估值，尤其是为其他目的所做的估值。也就是说，如果估值是为了税收、制作财报、法律诉讼或其他目的，这个案例所呈的某些方法和假设可能就会不一样。在我们设法呈现的某种现实情境的努力中，该案例的某些因素还不是很清晰，而且有些问题仍然无解。信息无法至臻完美，必须做一些假设和估算，但都能反映现实世界的相关环境。

本案例始于公司经营的第5年年末，卡文迪什面临竞争威胁，急需进行转型规划。作为这个案例流程的源头，让我们来确定卡文迪什的独立市场公允价值。首先，用已投资本净收益而不是净现金流作为回

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

报指标。这样做是为了演示收益指标的使用情境，因为这是卖家及其中介经常使用的“语言”。虽然对于这种规模的交易，由多期贴现法提供的更多细节会更加适用，但为了展示单期资本化法的实际运用，我们这里使用了收益法里的这种方法。此外，为了计算卡文迪什的独立市场公允价值，还提供了类比上市公司法的解决之道，并且，我们还呈现了并购法和面值调整法的简单应用实例。这些各种方式方法的所得结果，最终都经过相关调整，成为卡文迪什（作为一个独立实体）的已投资本和股权市场公允价值的最后定值。

虽然本案引进了几个潜在买家，但欧姆尼海产品分销公司最终作为最强大的战略买家浮现。本章对各种协同效益进行了评估，而且采用多期贴现法，计算了欧姆尼的卡文迪什已投资本和股权的投资价值。

纵贯案例始末，我们都致力于为读者提供详尽的解读，以便他们理解估值流程的每一个步骤。这个水平的估值必须运用基于下述相关知识的经验性判断：宏观经济条件、行业背景、目标公司和类比公司的竞争地位以及对企业估值理论的透彻理解。在确定价值时，评估师的作用只是代理人。他们代理的东家分别是：需要确定市场公允价值的潜在买家和卖家，以及需要确定投资价值的战略买家。这几方所做的评估值和假设，依据的通常都是截至估值日所能得到的事实与细节。这才是估值卡文迪什案例所面临的挑战。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

历史和竞争条件

在成功地经营了一家餐厅之后，作为创业家的劳·伯廷，在20年前创建了卡文迪什海产品分销公司。卡文迪什公司是依据明尼苏达州法律，按照C类公司标准注册的公司，名称取自劳·伯廷最钟爱一座海边小镇的镇名。卡文迪什只有一种普通股，在外的股份总计100万股，80%由伯廷持有，其余的20%由两个被动投资人各持10%。在过去的5年间，卡文迪什一直支付红利，只是在前年由于收益降低和内部经营的现金需求，才停止了派发红利。

在前一段生涯中，伯廷在餐厅经营上取得了很大的成功，当时，在北部中心几个州拥有一些海鲜连锁餐厅。拥有MBA学历的伯廷总想经营自己的企业，却厌倦了经营连锁餐厅的日常琐事，但他意识到其所在州需要有野捕海鲜的更好的分销体系。当初起步时，伯廷是和缅因州及英属哥伦比亚的好朋友一起做的。现在，他公司的业务已经扩展到中部14个州的相关餐厅和杂货店，向它们分销野外捕捞的海鲜和渔场饲养的海鲜，并且正在考虑进入加拿大的3个草原省份。

卡文迪什发展所需的资金多半来自负债，部分原因是由于伯廷决定持续派发红利，而不顾不利的税收后果。要想小股东乐意投资风险大的创业企业，就要满足他们想要年度现金回报的愿望，而对于一家早期尚未成功的风险企业，伯廷需要这种资金偿付贷款。同时，在过

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

去的5年间，伯廷也为自己支付年薪和福利，每年大约总计100万美元，而相同岗位的市场收入总水平，近年都在大约25万美元。伯廷的叔叔约翰·帕瑞索（John Paresseux），一位极少上班的市场营销副总裁，年薪为10万美元。他的岗位缺席使卡文迪什损失不小。

在过去2年，有两个因素给了伯廷日益增长的压力，迫使他考虑公司的安全问题。他的家族有心脏病的历史记录，在最近的年度体检中，他的医生劝他“慢下来”。他知道自己应对公司日常挑战的精力和热情都在衰减，而且卡文迪什在面临更大食品分销商日益增长的巨大竞争的同时，整个行业的利润率正在下降。迄今为止，伯廷还是应付了这种挑战：在野外捕捞和特殊海鲜这个细分市场，卡文迪什享有的利润率要远远高于其他海鲜分销商。然而，随着行业业务整合、更好的融资来源和相关技术的变化（通过互联网处理业务），伯廷认为那些大分销商能够借助这些改善它们的市场份额并增加对卡文迪什的价格压力，进而蚕食卡文迪什今年已经开始下降的利润率。他还认识到，对于自己而言，创建和培育企业的乐趣，要远大于企业管理及其日常琐事——这是随着企业的成长，作为企业管理者的他不得不手拽肩扛的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

潜在买家

最近，伯廷接受了一家私募投资基金的拜访。这家基金在众多行业寻找目标公司，它投资标准的核心是企业的增长潜力。在最初的讨论中，伯廷有些失望：一是由于这家基金只关注企业的利润；二是它那赤裸裸的意图，即在随后的5年里，快速催肥公司，然后，要么上市，要么卖给一家大型的食品分销商——这种可能性更大。由于在海鲜分销上没有经验，这家基金几乎看不到出售卡文迪什的可能性。

一位投资银行家也接触过伯廷，他代表的是一家叫作庞•瑞帕斯的分销商，一家在加拿大的海鲜分销上取得了很大成功的非上市公司。因为正在设法拓展新市场，所以，这家公司正在考虑：要么投资卡文迪什、要么投资美国境内的一个或多个海鲜产品分销商。虽然会谈还没有进到报价的阶段，但庞•瑞帕斯已经说明：它的支付手段主要是股票，而且要分几年付清。从自己在卡文迪什所持股权的经验，伯廷意识到，一家非上市公司的股权缺乏流动性，特别是小股东权益更是如此。因此，他终止了与庞•瑞帕斯的谈判。

最终，接触伯廷的是欧姆尼食品分销公司，一家在纽交所上市的大型食品分销集团。按照其在纽交所上市公司市值看，欧姆尼公司的规模处在中盘股所有公司的30%~50%那个群体之中。欧姆尼也把美国的中北各州市场视作适宜自己快速发展的空间，而且已经开始了它在这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一市场的进一步拓展。为了更快地进入这个地区，它把卡文迪什视为一个关键的收购对象。

在不改变伯廷薪酬的情况下，在前4年的每一年里，欧姆尼通过业务整合和改良计划的实施，最低可为卡文迪什每年带来近100万美元的效益。这多半会花上18个月的时间，但公司所定的完成时间是收购日后的12个月内。

在欧姆尼负责业务发展的高管层初次拜访了伯廷之后，他们就把谈判的工作转给了公司的投行——梅里尔－戈德曼。为了使谈判更有效地进行，伯廷组建了一个经验丰富的团队，由法务、税务和估值专家构成。这个团队有3项任务：确定卡文迪什的独立市场公允价值、确定卡文迪什对欧姆尼的最大价值（包括协同效益）以及拟定促使谈判成功的策略。这个团队提炼出了一些列示于表20-1至表20-6的信息，从而使我们能够逐步确定卡文迪什（作为一家独立企业）的市场公允价值（列示于表20-7至表20-18），并确定卡文迪什对于欧姆尼的投资价值，包括协同效益（列示于表20-19至表20-20）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

宏观经济条件

在这个谈判进行的过程当中，美国经济的一个持续增长期似乎开始结束，多数经济指标显示，未来12个月经济会大幅下挫。加之在食品分销行业上涨的原油价格正在蚕食企业利润。

美国经济去年的增速是2.9%，而明年的预测增速是2.1%。就美国经济的温和增长而言，人们可感知的支撑动力包括低通胀率、缓慢但趋于稳定的就业前景以及相对平稳的股票价格。美国消费信心指数下降，但对高品质和健康食品的需求上升。

总之，消费者支出平稳，而通胀率和利率都在下降。虽然经济和就业增速慢了下来，但继续处在健康状态。这些背景条件预示的是一个稳定温和增长的经济环境。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

行业的具体环境

在美国，从事海鲜分销业务的是批发商、进口商、代理商和交易商。作为中介，它们的生计取决于它们对供求资源的熟知程度。它们的作用是把产品从船主/加工商手里有效地送到零售商、餐馆和提供食品服务的公司手里。

在过去几年，有些因素在影响着海鲜分销商的经营，比如上涨的柴油成本、强化的机场安检和学校午餐计划。[1]就在去年，柴油成本上涨了15%，整个行业背负重新定价的压力，但因无法把这些成本增幅传递给行业客户而削减了海鲜业的利润。新安检法规要求对所有客机运输货物进行扫描，这可能会延迟货物装进飞机时间，增加了货物变质的风险。最后，美国农业部开始为联邦拨款学校的午餐计划购买阿拉斯加鳕鱼项目。这个项目虽然增加了鳕鱼的需求，但预期会降低整体海鲜的价格，由此会改善加工鱼与其他大宗食品的竞争地位。

鉴于并购的趋势，海鲜产品公司、加工企业和批发商正在整合。大公司正在实施垂直整合战略并向国外拓展，以便更好地在全球海鲜行业进行竞争。

食品分销商们正在奋力调整自己，适应不断变化的行业趋势，强迫自己重新审视业务战略、相关预算和利润规划流程。消费者的购买

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

模型和趋势已经变化，改变了食品分销商规划未来的方式。为了跟上零售客户的需求，食品分销商正在重新定义和改造订单、仓储和物流的管理体系。为了更有效地运送产品和提升成本效率，下述项目正在不少分销商那儿到位实施：定时交货系统、投放时间集成系统、供应链协同、需求预测和移动互联通道。具有运输车队的分销商采用计算机化的路径管理系统，而且可能还有车载计算机系统，以便监控司机的行为。

[1] 行业信息源自First Research and IBISWorld。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

增长

伯廷预期：如果卡文迪什继续作为一个独立公司运作，它的年增幅将会是4%（内含通胀率）。在考虑到行业条件的情况下，这与短中期的行业预测是一致的。这个增速与卡文迪什过去5年15%的复合增长率相比，是相当温和的了。（为简约之故，这个案例约定了这个增长率和一些其他的行业与竞争要素，但没有提供与这些动因相关的研究和分析。）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

计算独立的市场公允价值

表20-1至表20-6呈现了卡文迪什的过往业绩和行业的平均财务指标。对卡文迪什已投资本净收益所做的标准化调整，将会在下一节阐述。

表20-1　最近5年卡文迪什公司的利润和留存利润表　（单位：千美元）

	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年
净销售额	42 900	49 300	56 700	65 200	75 200
销售成本	30 400	34 000	38 100	43 800	50 700
毛利润	12 500	15 300	18 600	21 400	24 500
营业费用	5 600	7 800	10 200	12 900	16 200
净营业收入	6 900	7 500	8 400	8 500	8 300
其他费用					
收入（含费用）	250	200	200	200	200
土地出售收入	0	0	0	1 500	0
EBITDA	7 150	7 700	8 600	10 200	8 500
折旧费用	900	1 100	1 400	1 400	1 600
EBIT	6 250	6 600	7 200	8 800	6 900
利息费用	2 000	2 100	2 100	2 100	2 300
税前利润	4 250	4 500	5 100	6 700	4 600
税	1 500	1 600	1 800	2 350	1 600
净利润	2 750	2 900	3 300	4 350	3 000
留序利润					
股权回报率－期初余额	1 650	3 900	6 200	8 500	11 200
减：红利	500	600	1 000	1 650	900
股权回报率－期末余额	3 900	6 200	8 500	11 200	13 300

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

表20-2 最近5年卡文迪什的利润表（共同比标准） （%）

	第1年	第2年	第3年	第4年	第5年
净销售额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
销售成本	70.9	69.0	67.2	67.2	67.4
毛利润	29.1	31.0	32.8	32.8	32.6
营业费用	13.1	15.8	18.0	19.8	21.5
净营业收入	16.1	15.2	14.8	13.0	11.0
其他费用					
收入（含费用）	0.6	0.4	0.4	0.3	0.3
出售土地的收入	0.0	0.0	0.0	2.3	0.0
EBITDA	16.7	15.6	15.2	15.6	11.3
折旧费用	2.1	2.2	2.5	2.1	2.1
EBIT	14.6	13.4	12.7	13.5	9.2
利息费用	4.7	4.3	3.7	3.2	3.1
税前利润	9.9	9.1	9.0	10.3	6.1
税	3.5	3.2	3.2	3.6	2.1
净利润	6.4	5.9	5.8	6.7	4.0

表20-3 截至第5年年末卡文迪什的资产负债表 （单位：千美元）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

	第1年	第2年	第3年	第4年	第5年
资产					
流动资产					
现金及现金等价物	2 250	2 500	2 850	2 100	1 650
应收账款	12 400	13 100	13 900	14 950	16 300
存货	3 200	3 400	4 700	6 000	7 650
总流动资产	17 850	19 000	21 450	23 050	25 600
固定资产（净值）	10 600	13 150	13 750	14 600	16 600
其他资产	1 500	1 400	1 400	1 700	1 400
总资产	29 950	33 550	36 600	39 350	43 600
负债					
流动负债					
应付账款	7 800	7 500	8 150	8 500	9 100
应计费用	3 600	3 200	3 400	3 200	3 200
长期负债中的到期部分	4 500	4 750	4 800	5 200	5 600
总流动负债	15 900	15 450	16 350	16 900	17 900
长期负债	8 450	10 200	10 050	9 550	10 700
总负债	24 350	25 650	26 400	26 450	28 600
所有者权益					
普通股	1 700	1 700	1 700	1 700	1 700
留序利润	3 900	6 200	8 500	11 200	13 300
股东权益	5 600	7 900	10 200	12 900	15 000
总负债和所有者利益	29 950	33 550	36 600	39 350	43 600

表20-4　截至第5年年末卡文迪什的资产负债表：共同比标准　（%）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年
资产					
流动资产					
现金及现金等价物	7.5	7.5	7.8	5.3	3.8
应收账款	41.4	39.0	38.0	38.0	37.4
存货	10.7	10.1	12.8	15.2	17.5
总流动资产	59.6	56.6	58.6	58.6	58.7
固定资产（净值）	35.4	39.2	37.6	37.1	38.1
其他资产	5.0	4.2	3.8	4.3	3.2
总资产	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
负债					
流动负债					
应付账款	26.0	22.4	22.3	21.6	20.9
应计费用	12.0	9.5	9.3	8.1	7.3
长期负债中的到期部分	15.0	14.2	13.1	13.2	12.8
总流动负债	53.1	46.1	44.7	42.9	41.1
长期负债	28.2	30.4	27.5	24.3	24.5
总负债	81.3	76.5	72.1	67.2	65.6

（续）

	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年
所有者权益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
普通股	5.7	5.1	4.6	4.3	3.9
留存利润	13.0	18.5	23.2	28.5	30.5
股东权益	18.7	23.5	27.9	32.8	34.4
总负债和所有者利益	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

表20-5　截至第5年年末卡文迪什的现金流量表　（单位：千美元）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年
经营活动现金流				
净利润（损失）	2 900	3 300	4 350	3 000
利润中包含的非现金形式的费用、收入、利得和损失				
折旧及摊销	1 100	1 400	1 400	1 600
土地销售收入	0	0	(1 500)	0
应收账款的下降（增长）	(700)	(800)	(1 050)	(1 350)
存货的下降（增长）	(200)	(1 300)	(1 300)	(1 650)
应付账款的下降（增长）	(300)	650	350	600
应计费用的下降（增长）	(400)	200	(200)	0
投资活动带来的净现金流	(3 550)	(2 000)	(1 050)	(3 300)
融资活动带来的现金流				
分红	(600)	(1 000)	(1 650)	(900)
长期负债的增长（下降）	2 000	(100)	(100)	1 550
融资活动带来的净现金流	1 400	(1 100)	(1 750)	650
净现金流增长（下降）	250	350	(750)	(450)
年初现金	2 250	2 500	2 850	2 100
年底现金	2 500	2 850	2 100	1 650

表20-6　卡文迪什的过往财务报表的财务比率总括

	行业标准①	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年
流动比率	1.3	1.1	1.2	1.3	1.4	1.4
速动比率	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0
销售额 / 应收账款	6.4	3.5	3.8	4.1	4.4	4.6
销货成本 / 存货	10.9	9.5	10.0	8.1	7.3	6.6
销货成本 / 应付账款	8.0	3.9	4.5	4.7	5.2	5.6
总负债 / 总资本	0.42	0.81	0.76	0.72	0.67	0.66
EBIT/ 利息费用	3.9	3.1	3.1	3.4	4.2	3.0
税前收入 / 总资产	0.12	0.14	0.13	0.14	0.17	0.11
税前收入 / 总所有者权益	0.64	0.76	0.57	0.50	0.52	0.31
销售额 / 净固定资产	11.2	4.0	3.7	4.1	4.5	4.5
销售额 / 总资产	2.1	1.4	1.5	1.5	1.7	1.7
销售额 / 经营资金	17.5	22.0	13.9	11.1	10.6	9.8

①在这个案例里，行业标准是最近一个财年5个类比上市公司的平均数。对卡文迪什业绩（相比于行业业绩）的评估，参见表20-14。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

标准化调整问题

表20-7呈现的是对卡文迪什利润表所做的标准化调整，外加已投资本的税前收入，也称作息税前利润（EBIT）。

表20-7　标准化净利润（1~5年）：已投资本为基数　（单位：千美元）

	第1年	第2年	第3年	第4年	第5年
已投资本税前收入①	6 250	6 600	7 200	8 800	6 900
调整②					
管理者超额薪酬	600	750	800	750	750
土地出售收入	0	0	0	（1 500）	0
总调整额	600	750	800	（750）	750
已投资本的税前收入调整①	6 850	7 350	8 000	8 050	7 650
已投资本税前收入的标准化③					8 000
所得税：联邦和州的税率都估为40%④					3 200
适用已投资本的标准化净利润					4 800

①已投资本税前利润是减去利息前的利润。实际上，它就是债权和股权资金提供者的回报。

②调整：与标准化调整相关的说明和研讨，参见这个案例的阐述部分。

③这个金额是一种判断性的选择，代表截至第5年年底卡文迪什的长期经营业绩。另外，第5年7650000美元的已调整的已投资本税前利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

润的增加额，可以由4%的长期预期增长率计算出（这能算出几乎同样的金额）。

④这个税率是卡文迪什的会计师事务所提供的。因为这个计算使用了已投资本模型（是税前型），所以，它没有考虑利息支出的税收抵扣。另一个做法是按40%的利息支出金额降低所得税。

1. 劳·伯廷的报酬

劳·伯廷的一揽子报酬超出了市场标准。对卡文迪什人力资源所做的专家研究显示：如果根据过去5年类似规模食品分销企业公平的CEO薪酬市场标准计算，可以从卡文迪什CEO的报酬总额中省出下述金额（含与工资相关的负担）。

年份	节省额（美元）	年份	节省额（美元）
1	600 000	4	750 000
2	750 000	5	750 000
3	800 000		

2. 约翰·帕瑞索的报酬

尽管约翰·帕瑞索表现不佳（因时常缺席工作之故），公司的成功还是需要这个岗位。这个薪资对于一个比较称职的市场营销副总裁是合适的，所以不需要做任何调整。

3. 市场调研

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在过去5年中的3年里，卡文迪什在市场调研方面已经花了20万~30万美元，目的是为了更好地了解公司的客户群。有些人认为这是一项非经常性开支，应该加回到标准化利润的运算中，但这些成本实际上能使公司提供更有吸引力的产品，对客户产生独特的黏性。这种调整是一种主观判断，它被视作一种经常性费用，因为公司若想保持长期竞争力，需要定期支出这种费用。

4. 土地出售利得

在第4年，该公司以180万美元出售了土地，产生了150万美元的利得。由于这不是公司经营收益的一部分，要把它当作标准化调整项减去。

5. 其他资产

其他资产包括临近公司的闲置土地，以及位于圣马丁并由伯廷专用的度假住宅。这些资产既不带来收益、也不产生费用，所以，不需要对利润表做调整。它们的市场价值可以与公司的经营价值相加，得到卡文迪什的股权总值——这将体现在表20-17中。

风险和价值动因（卡文迪什）

在推导适用于卡文迪什独立市场公允价值的贴现率和资本化率的过程中，有一些相关的影响因素——在下一节，我们会阐述这些因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

素。而表20-8和表20-9则是用来推导这些贴现率和资本化率的。

1.经济条件

经济和就业增长已经减缓，但仍然处在健康状态。

2.行业和竞争考量

行业的市场份额被大型分销商掌控，其中有些是专事海鲜产品的，它们在购买和营销上都享有经济规模，并能从垂直产业链的优势上获益。体量单薄的分销商面临更高的经营成本，但可以通过专注于细分市场而进行有效的竞争。

3.财务状况和资金通道

该公司背负不小的债务，不仅某些拓展计划缺乏资金，而且技术升级也面临资金不足的问题。

4.管理

正在接近规定退休年龄的劳・伯廷，是卡文迪什仅有的能提供高级管理服务的雇员。不仅缺乏营销管理，而且就总体而言，高层管理也显单薄。

5.客户群

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

卡文迪什拥有一个高忠诚度的客户群。

表20-8　适用于股权净利润的比率（截至估值日）　（%）

符号	成分	增幅	比率
	长期国债收益[①]		4.0
+	股权风险溢价（R_m-R_f）[②]		5.7
=	大盘股平均市场回报率		9.7
+	规模风险溢价[③]		5.8
=	小盘股平均市场回报率[⊖]		15.5
	具体公司的风险溢价		
+	行业风险（更大、更强的竞争对手）	4.0	
+	财务风险（沉重的负债）	3.0	
+	管理风险（管理单薄且无接班人规划）	3.0	
+	客户基础（很强的忠诚度）	−1.0	9.0
=	**股权净现金流回报率**[④]		24.5
+	转为净利润回报率的转化率[⑤]		3.5
=	**股权净利润回报率**		28.0
−	长期可持续的增长率[⑥]		−4.0
=	**股权净利润资本化率**		24.0

小盘股平均市场回报率：原文为“Average Market Return for Large-Cap Stock”，疑有误，应为“Average Market Return for Small-Cap Stock”。——译者注

注：这个推导出的比率，对这个案例的估值分配是合理的。这个表是旨在展示这个比率的推导过程，而且所示的数值仅仅是为了例解之目的。对于适用于某一特定估值的这种比率，必须考虑到相关风险、经济和行业因素、有效期、被估的股权规模以及估值用途。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

①参见第9章有关扩展模型比率的解读。这是美国政府20年期债券的收益率。

②股权风险溢价是用来确认无风险的美国政府20年期债券，与大盘普通股相关的追加风险。

③规模风险溢价是用来确认与纽交所第十层级规模（最小10%）公司相关的追加风险。

④这是一个可以直接适用于净现金流的回报率或贴现率，因为它的基础是投资者的回报——扣除了公司所得税。

⑤转换率——从直接适用于现金流的比率转为适用于净收益的比率，方法是乘上一个公司净收益与公司现金流的合理比率。

⑥在这个案例里，长期可持续的增长率是假设的。

表20-9　加权平均资本成本和资本化率：适用于已投资本净利润

（%）

适用的比率	
适用于净利润的回报率（见表 20-8）①	28.0
负债成本	8.0
税收等级	40.0
资本结构（市场价值）②	
负债	44.6
股权	55.4

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（续）

计算：WACC 和资本化率的转换			
计算	净率	比率③	WACC 贡献率
负债 @ 借款利率（$1-t$）④	4.8	44.6	2.14
股权回报率	28.0	55.4	15.51
已投资本净利润的 WACC 回报率			18.00%
减：长期可持续增长率⑤			−4.00%
已投资本净利润的资本化率			14.00%

①适用于表20-8的净利润的回报率是28%的股权贴现率。表20-8展现了24%的股权资本化率的计算，但它没有计算WACC。

②股权负债结构是以市场价值的形式提供的。这个结构的推导公式（在第10章阐述过）如下：E_{fmv}=NCF_{IC}-（D（C_D-g））/（C_F-g）20257=[4992-（16300×（4.8%-4%））]/（28%-4%）。已投资本总额：20257+16300=36557美元或55.4%+44.6%=100%。4492美元的已投资本净现金流（NCF_{IC}）推导自表20-10，16300美元来自表20-3的资产负债表（第5年）。

在这个计算中，回报是已投资本的净利润，不是已投资本净现金流。为了调整这个差异，C_E从24.5%的净现金流回报率（推导于表20-8）调整到该表的28%的净利润回报率。

③8%的借款利率降到了4.8%的负债资金成本，因为负债的净成本按40%的利息支出税收抵扣减少。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

④长期可持续增长率是在本案例的陈述中确定的。在贴现率里减去这个增长率，我们得到了资本化率。

⑤WACC的资本化率适用于已投资本的可用净利润，也就是适用于基于收益的股权负债回报。如果卡文迪什没有负债的话，这个金额应该等于股权净利润。然后，为了得到股权价值，要从卡文迪什的已投资本价值里减去有息负债。

6.单期资本化法计算：独立的市场公允价值

利用经过标准化的4992000美元的已投资本净利润（计算于表20-10）和在表20-9推导出的加权平均资本成本，计算出100%的卡文迪什股权（基于控股）的独立市场公允价值：19400000美元，而已投资本总额为35700000美元。这个计算采用了单期资本化法，因为卡文迪什在过去5年的回报足够稳定，利用一个时期的回报就可以推导出一个可信的公司业绩的评估值。选择4%的长期增长率也支持这种方法的运用（这个增长率看起来适合于卡文迪什所处的既定经济、行业和公司条件）。

表20-10　单期资本化法：从已投资本基准转为股权基准　（单位：千美元）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

	拟算价值
标准化的过往已投资本净利润（见表 20-7）	4 800
用长期可持续增长率（4%）乘上过往净利润	×1.04
标准化的已投资本净利润预测值	4 992
已投资本净利润的 WACC 的资本化率（见表 20-9）	14.00%
已投资本拟算价值（取整数）	35 700
减：带息负债	16 300
独立的股权市场公允价值	19 400

表20-11　独立的市场公允价值：已调EBIT和EBITDA的隐含倍数

	第 5 年（千美元）	隐含的 EBIT 倍数	隐含的 EBITDA 倍数
第 5 年标准化的 EBIT（见表 20-7）	7 650	4.67	
第 5 年标准化的 EBITDA	9 250		3.86

对于常常用于并购估值的已投资本模型，在使用时，它的负债-股权权重都调整到市场价值，而非账面价值。虽然净现金流一般更受青睐，但我们选择了净利润而非净现金流作为回报指标，目的是为了展示它的用法。

这个回报率已经从净现金流调整到净利润，为的是避免在比率和回报错配时，出现价值失真。

35700000美元的已投资本价值（自表20-10），分别除以第5年标准化的息税前利润和息税折旧摊销前利润，得到隐含的息税前利润倍数和息税折旧摊销前利润倍数（见表20-11）。

计算：类比上市公司的独立市场公允价值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

类比上市公司法采用第5年三个标准化的已投资本回报和经营倍数，推导出了卡文迪什100%已投资本和股权的独立市场公允价值。之所以采用类比上市公司法，是因为通过调研在食品分销行业找到了足够数量的、与卡文迪什足够类似的上市公司，并可以根据公开市场上的这些可选择投资以及为它们支付的价格，确定卡文迪什的价值。在第11章，我们利用一个案例阐述了这种方法的运用。

类比上市公司法采用了负债股权回报，包括息税前利润、息税折旧摊销前利润和收入的已投资本模型。与这些回报相比较的是已投资本市场价值（MVIC）而非每股股票价值，因为这些回报是负债股权回报。基于类比公司的研究分析，再考虑它们的业绩和战略优劣势，以及行业环境和趋势，外加各种经营绩效指标，把它们与卡文迪什进行比较。对于每个类比公司，都要计算下述比率，包括它们的均值和中位值。

已投资本市场价值与息税前利润之比（MVIC to EBIT）

已投资本市场价值与息税折旧摊销前利润之比（MVIC to EBITDA）

已投资本市场价值与收入之比（MV IC to Revnues）

为了启动类比公司的寻找工作，我们首先挑选了下述选择标准。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（1）类比上市公司。

行业——SIC5146：海鲜分销商。

规模——年销售额在750万~75000万美元之间（在卡文迪什规模的10倍之内）。

类别——少数股东权益交易。

状况——有盈利能力的公司，有偿付能力且负债合理，公司股权享有自由和活跃的交易。

增长——其近期的增长率和预测增长率基本类似的公司。

注册地——美国。

选择的类比公司[1]。

• Astakia Shellfish。龙虾、蟹和其他介壳水生物的最大分销商，服务北美地区。

• Cape Cod Food。海鲜、土豆、苹果和蔓越莓产品的分销商，服务东北和中大西洋各州。

• Le Poisson Distributor。一家加拿大的海鲜分销商，服务范围在东部和中部加拿大地区，外加美国的东北和中大西洋各州。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

• Newport Fish。海鲜产品的分销商和零售商，服务范围贯穿美国西部和加拿大西部，最近拓展到了远东。

• Psaria Distributors。海鲜分销商，经营区域贯穿南北美洲和欧洲。

从可获取信息的公开渠道，采集到这5家上市类比公司的丰富信息，包括它们的年度报告，美国证监会的10-K表，以及各种证券报表的服务信息和行业分析报告。对每家公司的经营业绩、财务头寸和现金流都进行了分析，而且根据宏观经济和行业背景，研究了它们的战略优势和劣势。基于上述这类数据，表20-12概述了每家公司经营业绩的信息。

表20-12　类比公司的每股收入和每股经营业绩　（单位：美元）

	最近财年	最近财年的收入	MVIC/股	EBIT/股	EBITDA/股	收入/股
Astakia Shellfish	第5年12月31日	144 496 000	19.85	1.12	1.32	15.27
Cape God Foods	第5年9月30日	66 851 000	5.32	1.62	2.83	17.73
Le Poisson	第5年6月30日	397 165 000	61.05	9.63	11.70	88.48
Newport Fish	第5年6月30日	361 822 000	13.69	1.58	1.93	11.80
Psaria Distributors	第5年12月31日	462 501 000	28.03	4.92	5.73	63.70

根据表20-12所列示的数据，计算出把已投资本市场价值与息税前利润、息税折旧摊销前利润和每股收入相比较的经营倍数，并呈现于表20-13，外加每种经营指标的倍数均值和中位值。这些倍数反映了投资者对这个行业的这5家公司价值的一致看法，并依据这些可替代的投资选择，为挑选适合于卡文迪什的倍数提供了一个衡量基准。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

表20-13　类比公司的每股经营倍数

	MVIC/EBIT	MVIC/EBITDA	MVIC/ 收入
Astakia Shellfish	17.66	15.07	1.30
Cape God Foods	3.29	1.88	0.30
Le Poisson	6.34	5.22	0.69
Newport Fish	8.67	7.10	1.16
Psaria Distributors	5.70	4.89	0.44
均值	8.33	6.83	0.78
中位值	6.34	5.22	0.69

卡文迪什的战略地位与经营业绩也要与这些类比公司进行比较，当然，还要考虑前面论述过的各种风险因素，包括卡文迪什有限的管理、沉重的负债、较强的客户忠诚度以及更大和更强的竞争对手。卡文迪什与类比公司在具体财务指标上的比较呈现于表20-14。

表20-14　卡文迪什与类比公司的比较

	论述	与类比公司比较
规模	5 家类比公司的收入中位值 5 倍于卡文迪什。卡文迪什的规模要小于 5 家类比公司中的 4 家	弱小
流动性	卡文迪什的流动比率和速动比率仅仅高于表 20-6 所示的行业均值。在去年，卡文迪什的现金头寸下降，流动负债上升	稍弱
资产管理	就公司总资产、应收账款、存货和固定资产与公司销售额之比而言，相比于这几家类比上市公司，卡文迪什的相关比值要高出很多。这反映在所有这些资产的运用中，卡文迪什的效率很差，直接减少了资金提供者可得的现金流	相当的弱
财务杠杆	在过去 5 年，虽然作为总资产的百分比在稳步下降，但卡文迪什的负债额要高于 5 家类比公司的 4 家	弱
盈利能力	卡文迪什较高的利润率弥补了一些公司资产利用效率上的弱点，创造了与类比公司类似的利润。	平手
增长	在过去 5 年，卡文迪什 15% 的复合增长率低于 5 家类比公司中的 3 家，但它的预测长期增长率类似于类比公司和行业的增幅	平手

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

基于卡文迪什与类比上市公司的这个比较，表20-15列示了为卡文迪什所选的价值倍数——它们是在比较了这些类比公司，并考虑过卡文迪什的业绩和风险内含之后，作为适合于卡文迪什的倍数而定的。

表20-15　卡文迪什已投资本价值的计算——基于类比上市公司法

（单位：千美元）

程式	第 5 年标准化的经营业绩	×	价值倍数	=	评估的已投资本价值
MVIC/EBIT	7 650	×	5.00	=	38 250
MVIC/EBITDA	9 250	×	4.00	=	37 000
MVIC/Revenue	75 200	×	0.50	=	37 600

类比公司法的股权价值评估

从前面确定的已投资本价值中减去该公司长期负债的市场价值（见表20-16），得到该公司的股权价值（以市场法，取整数为2100万美元）。

表20-16　卡文迪什股权价值的计算——基于类比上市公司法

（单位：千美元）

程式	评估的已投资本价值	−	长期负债的市场价值	=	评估的股权价值
MVIC/EBIT	38 250	−	16 300	=	21 950
MVIC/EBITDA	37 000	−	16 300	=	20 700
MVIC/ 收入	37 600	−	16 300	=	21 300
结论性价值					21 000

并购法计算独立的市场公允价值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在寻找市场数据的过程中，我们找到了一个用于比较目的的战略收购案例。这个并购交易发生于第5年第1季度，Barber Food Distributor公司购买了Scituate Poultry&Beef公司——后者是美国最大的肉类分销商，在纳斯达克证券交易所挂牌。在该交易中，相比于Scituate收购前的股票价格而言，Barber公司支付了75%的溢价。这次交易（以Barber公司的股票支付）反映的是9倍于Scituate的预期EBITDA的倍数。在过去10年间，Barber公司进行了多次这类食品分销商的并购活动——这实际上是食品分销行业整合的长期趋势的一部分。对这项交易和Barber所做的其他交易的进一步分析，我们得出这样一个结论：这项交易的所付价格及其相关倍数，反映了这项交易对Barber具有的独特的协同效益，但无法作为确定卡文迪什市场公允价值的基础。一般而言，基于一个单一交易结果，建立“市场”的企图是不恰当的。充其量，这种单一交易结果只能作为一个价值判断案例（像第14章所述）。从流程而言，表20-12到表20-16所呈的多数内容适用于并购法。在第11章，我们论述了这两种方法应用的差异（例如，在应用并购法时，需要处理交易结构的差异，但在运用上市公司类比法时，就没有这个环节）。

放弃调整面值法

为了从该公司所拥资产价值角度，考虑卡文迪什独立的市场公允价值，需要进行一次调整面值的计算。因为这种方法假设价值是产生

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

于该公司具体有形和无形资产的假定销售额，所以，它无法确认存在于该公司下述无形要素中的一般无形价值：技术、客户群、声誉和其他一般商誉要素。可以通过所谓的盈余利润法计算一般商誉价值，但这一般不适用于并购目的的估值。这种方法通常适用于资产密集型企业的估值，或适用于一些专业的做法，所以，不能用来评估卡文迪什。

独立市场公允价值的概述和结论

在表20-17，我们概述了一个估值过程的相关结果，即用于计算卡文迪什股权市场公允价值的估值过程结果。在采用了第14章阐述的各种调节方法后，所确定的股权市场公允价值是1860万美元——包括了卡文迪什的非经营性资产。

表20-17　拟算独立价值的调节和适于卡文迪什市场公允价值最后结论的贴现率/溢价率的应用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（单位：美元）

		表示方法（调整之前）		根据控股和变现性程度进行的差异调整		已经调整的			
估值方法	被估值的股权	价值	基准	控股权[①]	可变现性[②]	价值	基准	权重	加权成分值
已投资本净利润资本化法	100%	19 400 000	假设能够自由交易	0%	7	18 042 000	控股权可变现性	60%	10 825 200
类比上市公司法	100%	21 000 000	假设能够自由交易	0%	7	19 530 000	控股权可变现性	40%	7 812 000
100% 所持权益的市场公允价值（基于经营控制权和可变现性）									18 600 000
加：非经营性资产									1 400 000
100% 所持权益的市场公允价值（基于控股权和可变现性）									20 000 000
除以发行在外的股份数量									1 000 000
100% 所持权益的每股市场公允价值（基于控股权和可变现性）									20.00

①这里不会考虑使用控股权溢价，因为已经对卡文迪什的现金流做过了基于控股权的调整。

②缺乏变现能力的7%的贴现率反映的是一个调整项：在类似公司所处的行业和市场中，对出售卡文迪什的预期时间所做的调整。不过，有一个重要的关注点：有一个盛行的思想流派认为，在估值100%的权益时，不应该施用缺乏变现能力的贴现率（DLOM）。

[1] 这些都是虚构的公司。如在第11章所见，多数上市的食品分销公司都要比卡文迪什大得多，而在实践中，多半是把前者价值当作后者价值的一种校验。这个案例是用来解读类比上市公司法的使用方式，即如果类比上市公司被当作一个价值形态使用，可以运用类比上市公司法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

计算投资价值

计算投资价值会使用多期贴现法，并确认这次收购能够取得的协同效益。

风险和价值动因（欧姆尼）

要想推导出欧姆尼在估值卡文迪什中使用的股权贴现率和WACC，需要对表20-8和表20-9为卡文迪什所推导的比率做相应的调整（列示于表20-18）。欧姆尼是一家中等规模的上市公司，所以，欧姆尼的规模调整幅度要大大低于卡文迪什。此外，作为欧姆尼的一家分支机构来运营，卡文迪什多数的具体公司风险因素，都可能得以消除。在推导欧姆尼的具体公司风险溢价的过程中，欧姆尼的规模和市场优势抵消了因比卡文迪什大得多的竞争对手所带来的追加风险。不过，因为欧姆尼不具备足量的、卡文迪什所处市场的经验或专业知识，所以，对其追加了一个1.0%的风险溢价，反映它踏入一个其不太有底的市场的内含风险。欧姆尼的财务实力抵消了卡文迪什（作为一个独立经营实体）所携有的财务和管理风险。

表20-18　截至估值日适用于股权净现金流的回报率（贴现率）

（%）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

符号	成分	增幅	比率
	长期国债收益①		6.0
+	股权风险溢价（R_m-R_f）②		7.5
=	平均市场回报率（大盘股）		13.5
+	规模风险溢价③		1.0
=	平均市场回报率（中盘股）		14.5
	具体公司的风险溢价④		
+	行业风险	1.0	
+	财务风险	0.0	
+	管理风险	0.0	
+	客户基础（销售额潜力）	−1.0	0.0
=	股权净现金流回报率⑤		14.5

①参见第9章有关扩展模型比率的解读。这是美国政府20年期债券的收益率。

②股权风险溢价是用来确认无风险的美国政府20年期债券之外，与大盘普通股相关的追加风险。

③经验证据显示欧姆尼的规模仍然应该施加一个近1%的规模风险溢价。

④由于欧姆尼缺乏这个市场上的经验或专业知识，所以，提升了它的总体风险水平。欧姆尼收购卡文迪什的部分协同效益在于下述风险动因要么被抵消了，要么被削减了：单薄的管理和卡文迪什合并前沉重的负债。欧姆尼确信：卡文迪什客户群尚未发掘的销售潜力降低了风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

⑤这是一个可以直接适用于净现金流的回报率或贴现率，因为它的基础是投资者回报（扣除了公司所得税）。

虽然还存在着某种质疑，即当卡文迪什作为一家集团下属的分支机构运作时，它的那种较强的客户忠诚度是否还可以维持，但这个客户群大量尚未开发的销售潜力吸引着欧姆尼的管理层。过去，卡文迪什缺乏相关的专业知识和资源，无法发掘出这些销售潜能，但欧姆尼却把这视作一项很大的协同效益，可以降低这次收购的风险。

14.5%的股权贴现率（见表20-18）结合欧姆尼较低的5%的负债成本（基于表20-19所示的欧姆尼的负债股权市场价值），可以得到12%的WACC贴现率和8%的WACC资本化率。

有一点应该很明显：若把欧姆尼12%的WACC贴现率（见表20-19），与卡文迪什所携17%的WACC贴现率（见表20-9）进行比较，就可以看出：与卡文迪什作为一家独立运营的公司相比，当被置于欧姆尼的规模和管理平台之中时，它的风险要小很多。因此，对欧姆尼而言，在卡文迪什投资价值高出其独立市场公允价值的促进要素中，首当其冲的是风险降低这个要素。

表20-19　加权平均资本成本和资本化率（欧姆尼）：适用于已投资本净现金流

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（%）

适用的比率			
适用于预测净现金流的回报率（见表 20-18）①			14.5
欧姆尼负债成本			5.0
税收等级			40.0
资本结构（基于欧姆尼的市场价值）②			
负债			25
股权			75
计算：WACC 和资本化率的转换			
计算	净率	比率③	WACC 贡献率
负债 @ 借款利率（$1-t$）④	3.0	25	0.75
股权	14.5	75	10.88
已投资本净现金流的 WACC 贴现率（取整数值）			12.00
减：长期可持续增长率⑤			−4.00
资本化率：已投资本净现金流⑥			8.00

①适用于预测净现金流的贴现率来自表20-18。

②欧姆尼的负债－股权结构推导自欧姆尼的负债股权市场价值。

③这个比率是负债－股权的分拆比率（见表注②）。

④欧姆尼的借款成本是在优惠利率之上加150个基点。

⑤长期可持续的增长率是在本案例的陈述中确定的。

⑥WACC的资本化率适用于已投资本的净现金流，也就是说，净现金流包括了股权负债的回报。

标准化、协同效益和净现金流调整的问题

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

表20-20列示了欧姆尼收购卡文迪什所做预测的已投资本净现金流的标准化调整和计算。

1. 劳·伯廷的报酬

经过评估，伯廷75万美元的年薪高于市场标准报酬，需要做相应的调整（就像该公司作为独立实体估值时所做的调整一样）。欧姆尼的结论是：卡文迪什的管理过于单薄，CEO这个岗位需要定市场水平的报酬。欧姆尼还认为：如果可能的话，伯廷应该留下来——除了利用他的专业知识之外，在公司的转轨过程中还需要他的襄助。在构建这个交易时，有一种观点认为：应该继续支付伯廷高于市场标准的报酬，因为这种支出可以使买家享受税费抵扣，而且对于卖家，这种报酬只是在个人层面缴纳一次税款。虽然这个收购价格可以按照这个报酬的超额金额予以减少，但就这种款项安排的合法性，相关方应该咨询税务和法务顾问。

表20-20　卡文迪什的投资价值——基于已投资本　（单位：千美元）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

行项	第6年[①]	第7年	第8年	第9年	终年
以4%的年率增长的标准化的已投资本税前收益（见表20-7）——基于独立企业的预测	7 956	8 274	8 605	8 949	9 307
协同效益					
薪资	750	750	750	750	750
董事酬金	40	40	40	40	40
遣散费	（800）	（800）	0	0	0
交易费用	（1 800）	0	0	0	0
收入增加额	0	1 000	1 000	1 000	400
销售费用的节省	0	300	500	700	300
经营支出的削减	200	400	400	400	100
协同效益调整总额	（1 610）	1 690	2 690	2 890	1 590
调整过的已投资本税前收益	6 346	9 964	11 295	11 839	10 897
税（40%的联邦和州税率）	2 538	3 986	4 518	4 736	4 359
标准化的已投资本净利润	3 808	5 979	6 777	7 104	6 538
适用于已投资本净现金流的调整					
折旧	1 800	2 400	2 000	2 000	2 000
资本支出	（6 500）	（4 500）	（4 000）	（4 000）	（2 400）
经营资金的变化	（100）	（500）	（550）	（600）	（650）
已投资本的净现金流	（992）	3 379	4 227	4 504	5 488
适用于终值的资本化率（12%的贴现率减去4%的长期可持续的增长率）					8.0%
终年已投资本净现金流的资本化价值					68 605
适用于年中转换的12%的贴现因子（第10年年底）	0.944 9	0.843 7	0.753 3	0.672 6	0.635 5
预测年价值和资本化终值的现值	（938）	2 850	3 184	3 029	43 599
已投资本的投资价值（累计现值，取整数）					51 700
减：带息负债的市场价值					（16 300）
股权的投资价值					35 400
减：卡文迪什合并前经营权益价值的市场价值（见表20-17）					（18 600）
卡文迪什合并后经营权益价值的隐含增加值（最大化的投资价值）					16 800

①这个案例的估值日是第5年的12月31日。这个例子呈现的是一个4年期投资价值收益预测。因此，第1个预测期的4年是第6~9年。

2. 约翰·帕瑞索的报酬

帕瑞索的报酬不需要做任何调整。在这次收购之后，预计他不会继续待在公司，但用一个合适的人取代他需要支付相同的薪酬。

3. 经营资产

有几项东西是欧姆尼不想购买的，所以，没有必要对它们的回报进行调整。也正因如此，它们不被视作公司经营价值的一部分，但在计算公司已投资本和股权的企业价值总额时，可以把它们加进来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

4. 董事薪酬

在公司一旦出售后，卡文迪什年度发生的、与董事会相关的4万美元的管理费用，就会立刻取消。

5. 遣散费

欧姆尼管理层预计，在收购之后，为了解雇员工，在头两年的每年都会产生80万美元的遣散费。

6. 交易费

欧姆尼管理层预计，与收购卡文迪什相关的法务、税务和中介费用，总额将会达到180万美元。这个金额会在收购期间发生。

7. 收入增加额

在第6年，除了多元化的分销系统，卡文迪什会利用欧姆尼将要拓展进季节海鲜的在线商城，使自己的收入增幅高于收购前预测的已投资本税前利润4%的年增长（列示于表20-20的第1行），在第7~9年，每年会增加100万美元的收入，此后，每年增加40万美元。卡文迪什再后的增幅应该接近行业平均的增长率：4%。

8. 销售费用的节省

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一旦资本支出的改进在第6年得以实施，那么销售费用预期会下降（就像表20-20预测的那样）。再强调一次，在现实的估值中，这些预测的变化应该有大量的详尽信息和分析做支撑。

9.经营支出的改善

欧姆尼将使用更先进的车载冷藏——采用冷却板技术（原来使用机械吹风系统），因此会节省能源费用。此外，行业的标准是人均创收50万美元，欧姆尼的经营水平比行业标准稍高一些。卡文迪什的员工人数是155人、收入是7500万美元，它的经营效率是每个员工平均创收48.4万美元。照此，欧姆尼打算至少削减5个卡文迪什的员工。结合在一起，这些变化会为卡文迪减少经营费用，在第6年至少是20万美元，在第7~9年为40万美元，此后是10万美元。

10.折旧费用

折旧应该按照过往的趋势增加，以便反映收购后最初几年的资本支出。

11.资本支出

欧姆尼采用了最新技术，具有剩余产能，可以部分地用来满足卡文迪什的最初需求。由于劳·伯廷要求，作为交易的一部分，生产仍会保留在公司目前的位置。大额的资本支出会发生在第6年和第7年，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

以便把卡文迪什的设施升级到当期的水平。此后，资本支出的增长将会伴随着销售额增长。

12.经营资金

就像表20-20所预测的那样，卡文迪什的预期经营资金会增加，以与欧姆尼当期的经营状况一致。在交易日，欧姆尼的管理层并不指望从卡文迪什所持的过多应收款和存货余额的清偿中，获得可观的现金流。对于长期的或终值计算期的经营资金，预测的长期增幅是4%。

13.计算对欧姆尼的投资价值：多期贴现法

采用预测的已投资本净现金流（反映了协同效益和现金流的调整项），我们计算的卡文迪什100%已投资本和股权的投资价值分别为5170万美元和3540万美元（如表20-20所示）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在做案例结论时，建议考虑的问题

在研究过这个案例之后，读者应该能够对这些价值估值的可靠性进行合理的质疑。多数读者，尤其是那些具有较多企业估值经验的读者，可能会认为作者低估或高估了一个以上竞争问题的重要性。他们可能是正确的。在操作无误的情况下，这个推导方法的结果是准确的，但不够精确。

就购买或出售卡文迪什一事，如果任何读者确信自己可以基于所呈信息做好了谈判的准备，那么我们建议他们考虑考虑下述问题。

- 面对海鲜分销行业的趋势，你对自己的理解有自信吗？
- 当你巡视卡文迪什的基础设施时，你的印象如何？
- 卡文迪什员工的能力和士气，给你留下了什么印象？
- 对伯廷的能力、动机和未来规划，你有多大的信心？
- 对于你所知的卡文迪什的“忠诚客户群”，你有多大的自信？
- 卡文迪什其他无形资产的名称和价值是什么？
- 对于所呈的每项协同效益的精确度、实现的概率和评估的时机，你有多大自信？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

• 让你作为卖家想想，对于欧姆尼的意图，你在多大程度上是接受的，对它实现预测协同效益的能力，你有多大信心？

• 你如何评估两家公司融合的有效程度？

• 基于这个案例的事实和环境，把这个交易构建成资产出售（而非股权出售）的利弊如何，把这项交易的支付方式定位为现金支付（相对于股票支付）的利弊如何？

这些问题不只是充满着恼人的细节。它们都是在估值过程中必须予以精确量化的关键定性变量，从而能为我们带来经得起推敲的价值形态，为一项扎实的收购或出售决策提供基础。这都是些使企业估值变得复杂的问题。但为了取得交易的成功，这些问题必须以相当的准确性予以量化，对于卖家如此、对于买家更是如此。当然，估值要求合适的方法及正确的运用。无论如何，这些定性的问题最终必须引起关注、予以分析和量化。除非你确信自己能为这些问题提供有根有据的答案，否则，你不可能对自己的估值充满自信。

如果能做到这些，买家和卖家就能在并购过程中获得双赢。这里的关键是要懂得什么是价值，什么驱动价值以及如何在企业准确地度量和培育价值。

一旦买家和卖家懂得了公司的价值，整个并购估值流程的最后一个步骤就是对并购对象的价格做出决策。也就是说，买家必须决定他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

将愿意为目标公司报一个怎样的价格和条件，以便实现自己在战略目标和投资目标上所需的回报。这项收购可能是买家正在考虑的几项收购之一。它的风险水平，它与买家整体战略规划的切入度，可能不同于其他选择。当然，买家的选择可能还包括在这个时点上拒绝做任何收购。此外，这个买家也可能做出这样的决策：为购买目标公司支付远高于市场公允价值的价格——买家确信这种行为是理智的，原因也许是把这种并购作为防止竞争者进入这个市场的一个防御手段，或为获得市场份额，或为取得一项技术或一个客户关系。这些考量强调了这样一种概念内含：价格是一种选择，而价值则是一种财务鉴定指标。

这个卖家还必须决定，他愿意接受怎样的价格和条件，以便实现投资这家公司的财务和非财务目标。就如我们在本书所强调的，对于非上市公司老板而言，这种出售决策尤其复杂，财务选择仅仅是众多需要考量的因素之一。